



AALBORG
UNIVERSITET

Minoritetsbeskyttelse og omsættelighedsbegrænsninger i aktieselskaber – en retlig analyse af udvalgte selskabsretlige regler

ANNE STINE GADE MOMME OG TERESE ELENA SOPHIA LUMHOLTZ
ONSDAG D. 13. MAJ 2026 | KANDIDATSPECIALE

Titelblad

Uddannelse: Jura, Aalborg Universitet

Titel (dansk): Minoritetsbeskyttelse og omsættelighedsbegrænsninger i aktieselskaber – en retlig analyse af udvalgte selskabsretlige regler

Titel (engelsk): Minority protection and restrictions on transferability in public limited companies - a legal analysis of selected company law rules

Vejleder: Gitte Søgaard

Retsområde: Selskabsret

Omfang: 165.635 anslag (69 normalsider)

Forfattere: Anne Stine Gade Momme - Studienr.: 20214626

Terese Elena Sophia Lumholtz - Studienr.: 20214632

Afleveringsdato: Onsdag den 13. maj 2026.

Abstract

The purpose of this thesis is to examine an issue presented by Himmerlandskød A/S regarding minority protection and restrictions on transferability in public limited companies. The thesis will throughout the analysis focus on the legal position of the minority shareholders and on selected company law rules with the aim of clarifying the current legal position in this area.

The thesis has initially examined the different shareholder rights in public limited companies (PLC) as provided by the Danish Companies Act. Furthermore, the duties of a shareholder in a PLC have been assessed. As the Danish Companies Act imposes only one obligation, the assessment has regarded duties of loyalty towards the PLC as well as the possibility for the PLC to impose additional obligations on the shareholders in the articles of association and shareholder's agreements. In this regard the thesis concludes that the Danish Companies Act provides extensive rights which can only be denied the shareholders through consent or share classes. Regarding obligations, the thesis concludes that such obligations must primarily be established through the articles of association and shareholders' agreements, although restraint must be exercised when imposing intrusive obligations on shareholders. This particularly applies when such obligations appear contrary to the PLC form.

In the second part of the analysis the thesis examines the most commonly used restrictions on transferability and the limitations company law imposes in this respect. The thesis concludes that there must be limits to restrictions that deviate significantly from the statutory principle of free transferability in the Danish Companies Act, as well as other principles in the act that also set out limits to such restrictions.

Lastly the thesis assesses the rules which are intended to protect the minority shareholders against majority abuse, which is a natural risk in public limited companies due to the principle of majority rule. The thesis concludes that the Danish Companies Act grants minority shareholders a number of individual rights and minority protection mechanisms, particularly the general clauses set out in sections 108 and 127 of the Danish Companies Act, as well as the principle of equal treatment in section 45 of the same act. These derive both from specific statutory provisions and from the fundamental principles of company law and can only be denied the shareholder through provisions in the articles of association or shareholders' agreements, provided that the articles of association do not conflict with the mandatory provisions of the Danish Companies Act. Shareholders' agreements, on the other hand, allow

for a broader contractual freedom, but are binding only upon the parties to the agreement. As a general rule, however, the protection rules must be capable of being waived in specific situations with the consent of the affected shareholder.

Indholdsfortegnelse

1. Introduktion.....	1
1.1 Indledning	1
1.2 Problemformulering.....	2
1.3 Afgrænsning.....	2
1.4 Metode	3
1.5 Retskilder.....	4
2. Aktionærernes rettigheder og pligter	5
2.1 Aktieklasser	5
2.2 Aktionærernes rettigheder på generalforsamlingen	6
2.3 Ret til udbytte.....	11
2.4 Fortegningsretten	14
2.5 Pligter.....	16
3. Omsættelighedsbegrænsninger	22
3.1 Forkøbsret	25
3.2 Samtykke til overgang	27
3.3 Køberet.....	30
3.4 Vedtægtsbestemt indløsning.....	30
3.5 Medsalgsklausuler	32
3.6 Ejerloft	32
3.7 Fortegningsretten	33
3.8 Bindingsperiode	34
4. Selskabsrettens minoritetsbeskyttelse	36
4.1 Ligeretsgrundsætningen.....	37
4.2 Lovbestemt tvangsindløsning	41
4.3 Lovbestemt indløsningsret.....	45
4.4 Ret til at kræve fysisk generalforsamling	46
4.5 Ret til at kræve ekstraordinær generalforsamling.....	46
4.6 Simpelt flertal	47
4.7 Vedtægtsændringer	48
4.8 Indgribende vedtægtsændringer.....	50
4.9 Generalklausulen for generalforsamlingsbeslutninger	56
4.10 Generalklausulen for ledelsesbeslutninger	61
4.11 Adgang til at fravige minoritetsbeskyttelsen	64
5. Konklusion.....	66
6. Litteraturliste.....	70
7. Bilagsoversigt	72

1. Introduktion

1.1 Indledning

Dette kandidatspeciale behandler en problemstilling præsenteret af Himmerlandskød A/S. Det er her præsenteret, at deres konkurrent har fremstillet et forslag, hvorefter de vil tilbyde en række landmænd aktier i et datterselskab med en tilknyttet leveringspligt. Til gengæld underlægges disse landmænd en pligt til at binde sig til selskabet i op til 10 år, og såfremt de ikke overholder deres leveringspligt, vil det medføre en forholdsmæssig reduktion af deres udbytte. Da disse landmænd vil udgøre minoritetsaktionærer, ønsker Himmerlandskød A/S på denne baggrund en behandling af disse landmænds retsstilling i konkurrentens datterselskab, såfremt de accepterer tilbuddet. For fyldestgørende at behandle deres problemstilling vil dette kandidatspeciale analysere aktionærernes rettigheder og pligter samt selskabsrettens minoritetsbeskyttelse.

Ifølge selskabsloven (herefter SL) besidder aktionærer individualrettigheder, som følge af deres ejerandel i et aktieselskab. Disse rettigheder vil undersøges med særligt fokus på, hvordan de gør sig gældende for minoritetsaktionærer, og hvorvidt de kan fratages aktionærerne. Ved behandling af rettighederne, er opdelingen i forvaltningsmæssige, økonomiske og dispositionsmæssige rettigheder anvendt som en overordnet systematik. Da de dispositionsmæssige rettigheder er særligt relevante for problemstillingen og endvidere er et omfattende emne, behandles disse i et særskilt afsnit. Som modstykke til rettigheder, kan aktionærer ligeledes pålægges pligter over for selskabet. Dette udgør et centralt led i problemstillingen, og det vil derfor behandles, i hvilket omfang aktionærer kan pålægges pligter over for selskabet, samt hvilke retsvirkninger, der lovligt kan indføres ved manglende overholdelse af pligterne.

Udover en lang række individualrettigheder, tillægger selskabsloven yderligere minoritetsaktionærer beskyttelse i form af minoritetsrettigheder. Dette kandidatspeciale vil belyse, hvordan de pågældende bestemmelser, beskytter en minoritet imod majoritetsmisbrug, samt i hvilket omfang minoriteten kan fratages denne beskyttelse. Sammen med individualrettighederne ønskes det at skabe et samlet billede af den retsstilling landmændene, som minoritetsaktionærer, vil besidde i det pågældende aktieselskab.

1.2 Problemformulering

Med afsæt i Himmerlandskød A/S' problemstilling angående minoritetsbeskyttelse og omsættelighedsbegrænsninger i aktieselskaber analyserer denne kandidatafhandling udvalgte selskabsretlige regler med henblik på at klarlægge den gældende retstilstand på området.

1.3 Afgrænsning

Kandidatspecialet tager, som problemformuleringen angiver, udgangspunkt i udvalgte selskabsretlige regler. Med dette skal forstås, at alene udvalgte minoritetsbeskyttelsesregler behandles i specialet. Specialet omfatter således ikke en fuldstændig behandling af samtlige minoritetsbeskyttelsesregler i selskabsloven, hvilket navnlig skyldes problemstillingens fokus samt specialets begrænsede omfang. Det har derfor været nødvendigt at foretage en afgrænsning til de regler, der vurderes mest relevante i relation til Himmerlandskød A/S' konkrete problemstilling.

På denne baggrund behandles en række minoritetsbeskyttelsesregler ikke. Dette gælder blandt andet reglerne om medrevisor/minoritetsrevisor i SL § 144, stk. 3, reglerne om bæredygtighedsrapportering i SL § 149 b, stk. 1, reglerne om granskning i SL § 150, stk. 2, samt retten til valg af likvidator i SL § 218, stk. 2. Særligt for granskning bemærkes, at bestemmelsen i praksis anvendes relativt sjældent som følge af de betydelige omkostninger, der er forbundet hermed, hvorfor den ikke vurderes at have samme praktiske relevans for specialets problemstilling.

Specialet afgrænser sig endvidere fra SL § 230 om tvangsopløsning som følge af majoritetsmisbrug. Bestemmelsen vedrører efterfølgende retsvirkninger, der kan indtræde efter groft eller længerevarende misbrug, og vurderes derfor at ligge uden for specialets primære fokus. Tilsvarende behandles SL § 364, stk. 3, ikke nærmere. Bestemmelsen angår minoritetens adgang til at anlægge erstatningssøgsmål på selskabets vegne og vedrører således navnlig de retlige konsekvenser af ansvarspådragende handlinger, hvilket også falder uden for specialets hovedfokus.

For så vidt angår minoritetsbeskyttelsesregler i forbindelse med fusion og spaltning, behandles disse heller ikke nærmere, herunder reglerne i SL § 246, stk. 3, SL § 247, stk. 2, SL § 265, stk. 2, SL § 282, stk. 2 og SL § 302, stk. 2. Dette skyldes navnlig, at disse regler ikke vurderes at være centrale i forhold til den konkrete problemstilling.

Da problemstillingen alene angår aktieselskaber, og henset til specialets begrænset omfang, afgrænser specialet sig til aktieselskaber og behandler således ikke de særlige forhold, der gør sig gældende for anpartsselskaber eller øvrige selskabsformer.

1.4 Metode

Dette speciale baserer sig primært på den retsdogmatiske metode, som anvendes til at identificere, analysere og systematisere gældende ret. Metoden tager udgangspunkt i de anerkendte retskilder og har til formål at fastlægge retstilstanden på et givent område.¹

Specialet undersøger minoritetsbeskyttelse og omsættelighedsbegrænsninger i aktieselskaber med udgangspunkt i problemstillingen fra Himmerlandskød A/S. Formålet er at klarlægge gældende ret gennem en analyse af centrale selskabsretlige regler om aktionærers retsstilling, herunder de selskabsretlige minoritetsbeskyttelsesregler, samt omsættelighedsbegrænsninger og deres betydning for minoriteten.

Fastlæggelsen af gældende ret sker ved en fortolkning af selskabslovens bestemmelser i samspil med lovens forarbejder, herunder særligt bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25 til selskabsloven og betænkning nr. 1498 af 2008 om modernisering af selskabsretten, som bidrager til forståelsen af reglernes formål og rækkevidde.² Retspraksis anvendes som fortolkningsbidrag til at klarlægge reglernes rækkevidde og praktiske anvendelse.³

Retslitteratur anvendes som fortolkningsbidrag og som støtte til fortolkningen af relevante retskilder, men udgør ikke selvstændig hjemmel og kan derfor ikke alene lægges til grund ved fastlæggelsen af gældende ret.⁴ I tilfælde, hvor retstilstanden ikke er entydigt fastlagt eller behandlet i selskabsloven eller retspraksis, forsøges gældende ret fastlagt gennem en fortolkning og en vurdering af relevante selskabsretlige reglers indbyrdes sammenhæng og bagvedliggende hensyn.

Samlet set anvendes den retsdogmatiske metode til at skabe et overblik over og en systematiseret forståelse af de regler, der regulerer minoritetsbeskyttelse og omsættelighedsbegrænsninger i aktieselskaber.

¹ Munk-Hansen, 2022, s. 70 f.

² Evald, 2020, s. 51

³ L. Hansen & Werlauff, 2022, s. 160

⁴ D. Tvarnø & Maria Denta, 2022, s. 42

1.5 Retskilder

I nærværende speciale anvendes en række juridiske kilder, hvis retskildeværdi varierer afhængigt af deres karakter. I overensstemmelse med den juridiske metode sondres der mellem bindende retskilder og øvrige kilder, hvor sidstnævnte alene har betydning som fortolkningsbidrag.⁵ De centrale retskilder i specialet er lovgivning og retspraksis, mens forarbejder anvendes med det formål at belyse og forklare lovens regler. Endvidere inddrages retslitteratur som supplerende bidrag til forståelsen af gældende ret.

Selskabsloven udgør det primære retsgrundlag og har som udgangspunkt forrang i forhold til øvrige kilder.⁶ Loven indeholder imidlertid en række bestemmelser, der er formuleret relativt åbent. Fastlæggelsen af sådanne bestemmelsers nærmere indhold og anvendelsesområde beror derfor i vidt omfang på domstolenes praksis.

Retspraksis spiller således en væsentlig rolle i vurderingen af minoritetsaktionærens retsstilling i aktieselskaber, idet domstolenes afgørelser bidrager til at konkretisere lovens indhold. Formålet med inddragelsen af retspraksis er både at belyse gældende ret og at identificere de kriterier, der lægges vægt på i konkrete vurderinger.⁷ Ved udvælgelsen af retspraksis, er der blandt andet lagt vægt på afgørelsernes præjudikatværdi. Der lægges i den forbindelse særlig vægt på afgørelser fra Højesteret, som tillægges størst retskildemæssig vægt, mens landsretsafgørelser anvendes som supplement, hvor højesteretspraksis ikke foreligger.⁸ Specialet inddrager i begrænset omfang praksis fra Erhvervsstyrelsen, navnlig i relation til spørgsmål, hvor der ikke foreligger domstolspraksis. Administrativ praksis udgør ikke en bindende retskilde for domstolene, men kan tillægges betydning, særligt hvor denne praksis har været fulgt gennem længere tid, som borgere og myndigheder har indrettet sig efter.⁹

Forarbejder til selskabsloven, herunder særligt bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25 til selskabsloven og betænkning nr. 1498 af 2008 om modernisering af selskabsretten, inddrages som fortolkningsbidrag med henblik på at belyse lovgivers hensigt og de hensyn, der ligger bag reglerne.¹⁰

⁵ Ibid., s. 23

⁶ Munk-Hansen, 2022, s. 244

⁷ Evald, 2020, s. 119

⁸ Munk-Hansen, 2022, s. 305

⁹ Ibid., 351 f.

¹⁰ Blume, 2020, s. 189

Endelig anvendes retslitteratur i form af lærebøger, kommentarer til selskabsloven og juridiske artikler. Sådant litteratur udgør ikke en selvstændig retskilde, idet den ikke fastsætter gældende ret, men fungerer som et fortolkningsbidrag.¹¹ Litteraturen anvendes således til at understøtte analysen af retskilderne samt til at belyse retlige problemstillinger, hvor retsgrundlaget er uklart eller omdiskuteret.

2. Aktionærernes rettigheder og pligter

Aktionærerne i et aktieselskab er tillagt en række rettigheder og pligter som følge af deres ejerskab over aktierne.¹² Disse rettigheder skal nærmere fremgå af aktieselskabets vedtægter, jf. SL § 28, nr. 4. Aktionærernes rettigheder (også kaldet beføjelser) opdeles typisk i tre kategorier: de forvaltningsmæssige rettigheder, de økonomiske rettigheder og de dispositionsmæssige rettigheder.¹³ Dette afsnit vil alene behandle de forvaltningsmæssige og økonomiske rettigheder, hvor de dispositionsmæssige rettigheder vil blive behandlet i afsnit 3. De forvaltningsmæssige rettigheder udgør de beføjelser, der angår den magt, som aktionærerne besidder over selskabet, hvilket i høj grad udøves på generalforsamlingen.¹⁴ Flere af disse rettigheder betegnes imidlertid individualrettigheder, hvilket vil sige rettigheder, der tilkommer enhver aktionær uanset aktieandelens størrelse.¹⁵ Aktionærerne har som følge af de økonomiske rettigheder ret til udbytte og anden andel i selskabets formue samt fortegningsretten.¹⁶ Disse rettigheder kan dog for nogle aktionærer blive begrænset ved indførelsen af aktieklasser i selskabets vedtægter.¹⁷

Til aktierne, tilhører endvidere pligter, som må ses i sammenhæng med aktiernes tilhørende rettigheder. Udøvelse af aktiernes rettigheder indebærer derfor en accept af de forpligtelser, der påhviler aktionærerne over for selskabet.¹⁸

2.1 Aktieklasser

Det følger af selskabsloven, at samtlige aktier har lige ret i aktieselskaber, jf. SL § 45, 1. pkt. SL § 45 er en kodificering af det grundlæggende selskabsretlige princip om

¹¹ Munk-Hansen, 2021, s. 80

¹² Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 202

¹³ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 357

¹⁴ Ibid., s. 392

¹⁵ Ibid., s. 463

¹⁶ Krüger Andersen, 2021, s. 222

¹⁷ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 256

¹⁸ Ibid., s. 202 f.

ligeretsgrundsætningen.¹⁹ SL § 45, 2. pkt., giver dog i vedtægterne mulighed for at opdele aktierne i to eller flere aktieklasser, hvilket udgør en fravigelse af ligeretsgrundsætningen. Derved skal 1. pkt. forstås som, at alle aktier i samme situation skal behandles ens, mens 2. pkt. giver adgang til at knytte forskellige rettigheder til de forskellige aktieklasser. Selskabsloven definerer aktieklasser som: *“En gruppe kapitalandele, hvortil der er knyttet de samme rettigheder eller pligter.”*, jf. SL § 5, nr. 17. Således skal der blot være lige ret inden i den enkelte aktieklasser. Disse aktieklasser omtales hyppigt som A-aktier, B-aktier osv.²⁰

Opdelingen af aktier i aktieklasser behøver ikke være varig, men kan være forudsat af, at bestemte betingelser er opfyldt, såsom at visse aktionærer fortsat opfylder givne krav eller bevarer ejerskabet til aktier.²¹

Adgangen til indførelse af klasser i aktieselskaber er videreført fra den forhenværende aktieselskabslov § 17, og baggrunden for denne videreførelse angives i betænkning nr. 1498 af 2008. Her fremgår det, at Udvalget til Modernisering af Selskabsretten mente, at dette fortsat skulle opretholdes af hensyn til aktieselskabernes mulighed for at indrette sig, hvorved de samtidig sikres mulighed for at tilpasse kapitalstrukturen i det enkelte selskab efter selskabets behov. Betænkningen angiver også, at klasseopdelingen ikke er til hinder for ligeretsgrundsætningen, forudsat at aktionærerne i samme situation behandles ens.²² Yderligere, som krav til opdelingen i aktieklasser, skal vedtægterne angive både de forskelle, der gælder for de enkelte aktieklasser, og størrelsen af hver klasse, jf. SL § 45, 3. pkt. Hensigten med dette krav er at skabe åbenhed og dermed tydelighed omkring klasserne.²³

Aktieklasser fungerer derved som et nødvendigt og lovligt redskab til at adskille aktionærernes dispositionsmæssige, forvaltningsmæssige og økonomiske rettigheder fra hinanden.

2.2 Aktionærernes rettigheder på generalforsamlingen

Generalforsamlingen betegnes ofte som selskabets øverste myndighed, idet det typisk er her, aktionærerne udøver deres indflydelse på selskabets forhold. Det følger af SL § 76, stk. 1, at aktionærernes ret til at træffe beslutninger i selskabet udøves på generalforsamlingen. En række af aktionærernes individualrettigheder udøves netop på her. Udgangspunktet er, at en række

¹⁹ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5414

²⁰ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 282

²¹ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 33

²² Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 800

²³ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 285

beslutninger i selskabet forudsætter generalforsamlingens godkendelse. Generalforsamlingens kompetence er afgrænset til specifikke forhold, og for flere beslutningers vedkommende forudsættes det centrale ledelsesorgans positive medvirken eller godkendelse.²⁴ Selvom mange af de vidtrækkende beslutninger i selskabet ligger inden for generalforsamlingens kompetence, er der samtidig tillagt eller kan tillægges det centrale ledelsesorgan betydelige beføjelser. Det vil derfor være misvisende at antage, at de mest vidtgående beslutninger i selskabet altid henhører under generalforsamlingens kompetence.²⁵

Samtlige aktionærer kan blive enige om at fravige mødets formalia, og dermed hvordan beslutninger skal træffes, jf. SL § 76, stk. 2 og 3. Det fremgår endvidere af bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009, at aktionærerne ikke må udøve deres beføjelser ved direkte henvendelse til det øverste eller centrale ledelsesorgan uden om generalforsamlingen, da det er her, at alle aktionærer på lige vilkår har adgang til at udøve deres rettigheder.²⁶

I medfør af aktionærernes beslutningsret, skal alle selskabets aktionærer således indkaldes til generalforsamlingen. Indkaldelsen indebærer dog alene en ret til at deltage i mødet og ikke en pligt for aktionærerne til at møde op, jf. SL § 78. Aktionærerne er endvidere tillagt ret til at tage ordet på generalforsamlingen, jf. samme bestemmelse. Taleretten tilkommer alene de fremmødte aktionærer. Selvom en aktionærs aktier ikke er tillagt stemmeret, har aktionæren fortsat ret til at deltage i generalforsamlingen og tage ordet.²⁷ Yderligere kan aktionæren på generalforsamlingen lade sig repræsentere af en fuldmægtig, jf. SL § 80, samt møde på generalforsamlingen med sin rådgiver, jf. SL § 81. Det er gennem deltagelse i generalforsamlingen, at aktionærerne kan påvirke selskabets beslutninger og føre kontrol med, at det øverste ledelsesorgan handler i overensstemmelse med både aktionærernes og selskabets interesser.²⁸

Det centrale ledelsesorgan er ansvarlig for udarbejdelsen af dagsordenen til generalforsamlingen. Enhver aktionær er imidlertid tillagt ret til at få et konkret emne optaget på dagsordenen til den ordinære generalforsamling, jf. SL § 90, stk. 1. Denne ret er et udtryk for aktionærernes forslagsret.²⁹

²⁴ Schans Christensen, 2024, s. 500 f.

²⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 425

²⁶ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5433

²⁷ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 457

²⁸ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 835

²⁹ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 483

Enhver aktionær har ret til på generalforsamlingen at stille spørgsmål til medlemmerne af selskabets ledelse, jf. SL § 102, stk. 1. Bestemmelsen om spørgsmålsretten har til formål at sikre, at aktionærene har adgang til fyldestgørende oplysninger om selskabets forhold og dermed et tilstrækkeligt grundlag for at varetage deres interesser og udøve indflydelse på selskabet.³⁰ Selskabets ledelse har i den forbindelse, som udgangspunkt, pligt til at besvare de stillede spørgsmål ved at fremlægge de oplysninger, der er tilgængelige for selskabet, jf. SL § 102, stk. 1. Besvarelsen kan dog undlades, hvis det må antages, at meddelelse herom kan påføre selskabet væsentlig skade, jf. SL § 102, stk. 1.

SL § 104 indeholder blandt andet reglerne om afstemning på generalforsamlingen. Udgangspunktet er, at en aktionær skal afgive samme stemmer på sine aktier, medmindre det fremgår af vedtægterne, at der kan afgives forskellige stemmer, jf. SL § 104, stk. 1. Efter SL § 104, stk. 2, har en aktionær ret til at afgive brevstemme inden generalforsamlingen. I henhold til SL § 46, stk. 1, 1. pkt., er udgangspunktet, at enhver aktieandel giver indehaveren stemmeret på generalforsamlingen. Undtagelsen er dog, at selskabets vedtægter kan indeholde begrænsninger af stemmeretten, jf. SL § 46, stk. 1, 2. pkt. Disse begrænsninger kan aftales ved opdeling af selskabets aktier i aktieklasser, og det fremgår af bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009, at stemmeforskelle alene kan etableres gennem aktieklasser.³¹ De forskellige aktieklasser kan tilknyttes forskellig stemmewægt, således at en aktieandel i en klasse er tildelt ti stemmer, mens en tilsvarende størrelse aktieandel i en anden klasse er tildelt én stemme.³² Der gælder en øvre grænse på 1:10 for forskelle mellem aktieklasser.³³

Som nævnt kan aktier være stemmeløse. Dette har imidlertid som udgangspunkt ikke betydning for de øvrige rettigheder, der tilkommer aktionæren. Ejere af stemmeløse aktier har således fortsat adgang til at deltage i generalforsamlingen og ret til at tage ordet samt fremsætte forslag og i øvrigt udøve de rettigheder, der tilkommer aktionærer.³⁴

Vedtægterne kan fastsætte, at stemmeløse aktier tillægges repræsentationsret, jf. SL § 46, stk. 2. Hvis det ikke fremgår af vedtægterne, tillægges de ikke repræsentationsret, jf. samme bestemmelse. Repræsentationsret indebærer, at indehavere af sådanne aktier har adgang til at møde på generalforsamlingen, og at aktierne indgår i opgørelsen af den del af

³⁰ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2020, s. 273

³¹ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5415

³² Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2020, s. 274

³³ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 803

³⁴ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5416

selskabskapitalen, der er repræsenteret på generalforsamlingen, jf. SL § 5, nr. 30. De stemmeløse aktier med repræsentationsret har ikke indflydelse ved beslutninger, der vedtages ved et simpelt flertal efter SL § 105.³⁵ Derimod vil aktierne medregnes ved vurderingen af, om de krævede majoriteter er opnået ved beslutninger om vedtægtsændringer, herunder kravet om tilslutning fra 2/3 af de afgivne stemmer og af den repræsenterede selskabskapital efter SL § 106, stk. 1. Det samme gælder ved beslutninger af særligt indgribende karakter, der kræver et flertal på dobbelt 9/10-flertal efter SL § 107, stk. 2. Bestemmelserne om dobbelt 2/3-flertal og 9/10-flertal har til formål at beskytte den enkelte aktionær eller en minoritet mod ændringer, som de ikke ønsker.³⁶ SL §§ 105, 106 og 107 vil blive behandlet yderligere i afsnit 4.

Ud over de rettigheder, som aktionærerne udøver på generalforsamlingen, giver selskabsloven også adgang til at anfægte generalforsamlingsbeslutninger ved at anlægge en sag. Efter SL § 109, stk. 1, kan en aktionær eller et medlem af selskabets ledelse således anlægge sag med påstand om, at en generalforsamlingsbeslutning er ugyldig. Dette kan være tilfældet, hvis beslutningen ikke er blevet til på lovlig måde, eksempelvis som følge af fejl i beslutningens tilblivelse, eller hvis beslutningens indhold strider mod selskabsloven, herunder generalklausulen i SL § 108, eller selskabets vedtægter, jf. § 109, stk. 1.³⁷ For at en generalforsamlingsbeslutning kan kendes ugyldig, kræves det, at der foreligger et kausalitetskriterium. Dette indebærer, at den pågældende mangel ved beslutningens tilblivelse skal have haft betydning for beslutningens udfald. Hvis manglen må antages at være uden betydning for resultatet, vil ugyldighed som udgangspunkt ikke kunne statueres. Bagatelagte tilblivelsesmangler, eller mangler som ikke kan antages at have haft betydning for beslutningens indhold, fører således ikke til ugyldighed, da dette ville være et uproportionalt indgreb.³⁸ Dette understøttes af U 2013.1739 H, hvor landsretten fandt, at det ville være uproportionalt at tilsidesætte en generalforsamlingsbeslutning som ugyldig alene som følge af, at vedtægterne ikke angav, at aktierne var navneaktier.

Aktionærer, som har tilsluttet sig en beslutning ved at stemme for den, må anses for at have accepteret dens indhold og kan derfor som udgangspunkt ikke senere anfægte beslutningens gyldighed.³⁹ En sag om en generalforsamlingsbeslutnings gyldighed skal anlægges senest 3

³⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 467

³⁶ Gomard & Schaumburg-Müller, 2015, s. 417

³⁷ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 531

³⁸ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2023, s. 827 f.

³⁹ Schaumburg-Müller, 2020, s. 465

måneder efter beslutningen, jf. SL § 109, stk. 2. Beslutningen anses for gyldig, såfremt fristen ikke overholdes, jf. SL § 109, stk. 2, sidste led.

Søgsmålsfristen finder dog ikke anvendelse i en række særlige tilfælde, jf. SL § 109, stk. 3. Dette gælder blandt andet, hvis den pågældende beslutning ikke lovligt kunne være truffet, selv hvis samtlige aktionærer havde givet deres samtykke, jf. SL § 109, stk. 3, nr. 1. Undtagelsen finder for eksempel anvendelse, hvis beslutningen strider mod en præceptiv lovbestemmelse, herunder generalklausulerne.⁴⁰ Det samme gælder, hvis der efter selskabsloven eller selskabets vedtægter kræves samtykke fra alle eller visse aktionærer, og et sådant samtykke ikke er opnået, eller hvis reglerne om indkaldelse til generalforsamlingen er væsentligt tilsidesat, jf. SL § 109, stk. 3, nr. 2 og 3. Undtagelserne i SL § 109, stk. 3, nr. 1-3, angår grove fejl. Endvidere kan en sag anlægges efter udløbet af søgsmålsfristen, dog senest 24 måneder efter generalforsamlingsbeslutningen, hvis den aktionær, der har rejst sagen, har haft rimelig grund til forsinkelsen, og retten efter en samlet vurdering finder, at det vil være åbenbart urimeligt at anvende fristen, jf. SL § 109, stk. 3, nr. 4. Undtagelsen i SL § 109, stk. 3, nr. 4, angår undskyldelige fristoverskridelser.⁴¹ Bestemmelsen fungerer således som en sikkerhedsventil, der kun forudsættes anvendt i ganske særlige undtagelsestilfælde, jf. ordene “åbenbar urimelighed”.⁴²

Undtagelsen i SL § 109, stk. 3, nr. 4, er illustreret i U 1981.262 H, hvorefter der forelå rimelig grund til at fravige søgsmålsfristen, idet en verserende sag om gyldigheden af generalforsamlingsbeslutningen havde betydning for vurderingen af fristoverskridelsen efter SL § 109, stk. 3, nr. 4. Dette understøttes af Højesterets dom U 2006.1448 H. Sagen angik en generalforsamlingsbeslutning om salg af selskabets anparter til en pris, der lå væsentligt under den faktiske handelsværdi og dermed var egnet til at give visse aktionærer en utilbørlig fordel på bekostning af en minoritetsaktionær. Højesteret fandt, at aktionæren havde haft rimelig grund til først at anfægte beslutningen efter udløbet af søgsmålsfristen, og at det under hensyn til omstændighederne ville være åbenbart urimeligt at anvende fristen.

Finder retten, at en generalforsamlingsbeslutning ikke er blevet til på en lovlig måde, eller at dens indhold er i strid med selskabsloven eller selskabets vedtægter, kan beslutningen enten kendes ugyldig eller ændres ved dom, jf. SL § 109, stk. 4, 1. pkt. En afgørelse truffet efter

⁴⁰ Schaumburg-Müller & Lindenchrone Petersen, 2023, s. 831

⁴¹ Gomard & Schaumburg-Müller, 2015, s. 428

⁴² Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5460

bestemmelsen har endvidere virkning for samtlige aktionærer, også for dem der ikke selv har anlagt sagen, jf. SL § 109, stk. 4, 3. pkt.

Selskabsloven tillægger derved aktionæren en række forvaltningsmæssige rettigheder, som har udslag på generalforsamlingen eller i forbindelse hermed. Selvom minoritetsaktionærers indflydelse på selskabets forhold er begrænset som følge af flertalsprincippet, kan de fortsat udøve deres rettigheder gennem deltagelse i generalforsamlingen. I lighed med SL § 46, stk. 1, 2. pkt., hvorefter aktionærers stemmeret kan fraviges ved vedtægtsbestemmelse, kan der tilsvarende ske begrænsninger i andre individualrettigheder, der udøves på generalforsamlingen. Sådanne vedtægtsbestemmelser forudsætter imidlertid etablering af aktieklasser, jf. SL § 45, 2. pkt. Ligeretsgrundsætningen i SL § 45 indebærer, at en enkelt aktionær ikke kan fratages sine individualrettigheder ved en vedtægtsbestemmelse, medmindre den pågældende samtykker hertil i det konkrete tilfælde, eller begrænsningen gennemføres ved etablering af en særskilt aktieklasse.⁴³

2.3 Ret til udbytte

Centralt for at kunne tiltrække aktionærer til at placere midler i et aktieselskab, er at kunne udbetale udbytte til disse aktionærer samt muligheden for at kunne realisere aktierne på et senere tidspunkt.⁴⁴ Dette er også centralt for at vælge at drive et selskab netop i form af et aktieselskab.⁴⁵ Det fremgår direkte af selskabsloven, at aktionærene har ret til andel i selskabets overskud i overensstemmelse med aktionærens ejerandel, medmindre vedtægterne bestemmer andet, jf. SL § 1, stk. 2, 2. pkt. Aktieselskabers udbytteudlodning reguleres derved i vedtægterne. Hertil følger at retten til udbytte kan være reguleret af selskabets udbyttepolitik, der afvejer deltagernes forskellige interesser i vækst og udbytte fra selskabet.⁴⁶

Som angivet i afsnit 2.1 kan vedtægterne fastsætte en opdeling af aktierne i aktieklasser, hvilket kan medføre ret til forskellige udbytteandele, heriblandt aktieklasser, som ikke giver ret til en bestemt andel af selskabets overskud.⁴⁷ Selskabsloven fastlægger derfor ingen pligt for selskabet til at udbetale udbytte, hvis vedtægterne fastlægger det.⁴⁸ Det er hermed også muligt at indføre aktieklasser med forlods ret til udbytte, hvor aktionærene i denne klasse er berettiget

⁴³ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 523

⁴⁴ Schans Christensen, 2024, s. 601

⁴⁵ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 375

⁴⁶ Krüger Andersen, 2021, s. 198

⁴⁷ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5379

⁴⁸ Schans Christensen, 2024, s. 606

til større udbytte sammenlignet med øvrige aktieklasser.⁴⁹ Forlods ret til udbytte kan også medføre, at udbytte ikke må tildeles andre aktieklasser før en anden aktieklasse har modtaget sit udbytte.⁵⁰

SL § 179, stk. 1, opregner udtømmende måderne, hvorpå en aktionær kan få tildelt selskabets midler: udbytte på baggrund af seneste godkendte årsregnskab, ekstraordinært udbytte, udlodning i forbindelse med kapitalnedsættelse eller ved selskabets opløsning. Uddeling af både ordinært og ekstraordinært udbytte besluttet på generalforsamlingen, jf. SL §§ 180 og 182. Fælles for både ordinært og ekstraordinært udbytte gælder, at generalforsamlingen ikke må udlodde større beløb end det, som det centrale ledelsesorgan har foreslået eller tiltrådt, jf. SL §§ 180 og 182. Hertil følger at det centrale ledelsesorgan skal sørge for, at uddeling er forsvarlig under hensyn til selskabets økonomiske stilling, og at der efter uddelingen fortsat er dækning for selskabskapitalen og bundne reserver, som ikke sker til skade for selskabet og dets kreditorer, jf. SL § 179, stk. 2. Behovet for det centrale ledelsesorgans vetoret i forbindelse med udlodning af udbytte er begrundet som et værn mod at aktionærene beslutter en grådig udbyttepolitik, der potentielt kunne være imod selskabets interesse.⁵¹ Retten til udbytte er derved ifølge selskabsloven reguleret af generalforsamlingen samt det centrale ledelsesorgan.

Eftersom beslutninger om udbytte som udgangspunkt træffes af et simpelt flertal på generalforsamlingen ifølge SL § 105, kan majoriteten i høj grad bestemme udbyttetildelingen for selskabet, da denne har den afgørende indflydelse på, hvorvidt der udbetales udbytte og størrelsen af dette. Hvis flertallet her beslutter, at der ikke skal udbetales udbytte eller kun udbetales et beskedent beløb, kan dette betegnes som udbytteudsultning.⁵² Selskabsloven rummer ingen særskilte regler, der forhindrer udbytteudsultning, da sådanne situationer forventes dækket af minoritetsbeskyttelsesreglerne.⁵³ Særligt relevant er her SL § 108, der fungerer som en generalklausul for generalforsamlingens beslutninger. SL § 108 vil blive behandlet nærmere i afsnit 4.9, men har relevans i forbindelse med udbytteudsultning, når et selskab har en stram udbyttepolitik.⁵⁴ Ligeledes, vil generalklausulen i SL § 127 om det centrale

⁴⁹ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 380

⁵⁰ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 279

⁵¹ Krüger Andersen, 2021, s. 332

⁵² NTS 2018.13, Hvam & Ørgaard, s. 10

⁵³ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5517

⁵⁴ NTS 2018.13, Hvam & Ørgaard, s. 7

ledelsesorgans beslutninger kunne være relevant, såfremt ledelsen ved sit forslag om udbytte urimeligt blokerer et højere udbytte.⁵⁵

Hvis størrelsen på udbyttet fastsættes unaturligt lavt i forhold til selskabets indtjening og kapital, kan domstolene erklære generalforsamlingsbeslutningen ulovlig, da det lave udbytte kan give visse aktionærer en urimelig fordel på bekostning af andre.⁵⁶ Denne fordel vil typisk være til ulempe for minoriteten og bruges ofte, hvor majoriteten fører en stram udbyttepolitik for at styrke selskabets kapital eller for at presse minoriteten ud, enten for at kunne købe minoritetsaktierne til underpris eller for at skille sig af med et kritisk mindretal. Minoriteten har ikke ret til at få udbetalt udbytte, men minoriteten er alligevel beskyttet mod sådan majoritetsmisbrug.⁵⁷ Muligheden for at begrænse aktionærernes ret til udbytte gennem udbyttepolitik er derved ikke ubegrænset, men kan tilsidesættes efter SL § 108. Grænserne for selskabers udbyttepolitik blev behandlet i U 1985.183 H.

U 1985.183 H angik et aktieselskab, der drev revisionsvirksomhed. Aktiemajoriteten i selskabet var ejet af en selvejende fond. To mindretalsaktionærer sagsøgte selskabet med påstand om, at generalforsamlingsbeslutninger vedrørende udbytte i regnskabsårene 1980/81 og 1981/82 var i strid med den gældende aktieselskabslov § 80 (nu SL § 108).

Selskabet havde en stram udbyttepolitik, og havde i årene 1981 og 1982 udbetalt et udbytte på 6,5 % af det regnskabsmæssige overskud kontra 50 % i 1950 og 1951. Sagsøgerne, samt øvrige minoritetsaktionærer, havde gennem en årrække fremsat både henstillinger og forslag om en væsentlig forhøjelse af udbyttet. Disse forslag blev imidlertid forkastet, mens bestyrelsens forslag til overskudsfordelingen, herunder udbyttet til aktionærerne, blev vedtaget. Sagsøgerne gjorde til støtte for deres påstand gældende, at baggrunden for den tilbageholdende udbyttepolitik var en utilbørlig fordel for den selvejende fond, da denne havde opnået stigende indflydelse i sagsøgte ved at kunne købe aktier til meget lave kurser. Sagsøgerne gjorde blandt andet gældende, at det lave udbytte til aktionærerne ikke kunne begrundes af hensyn til konsolidering, da selskabet allerede var økonomisk solidt grundet stor friværdi i fast ejendom, betydelig beholdning af obligationer, og da den selvejende fond i sig selv havde en konsoliderende virkning. Sagsøgerne gjorde derfor gældende, at en forøgelse af udbyttet ikke ville udgøre en økonomisk belastning for selskabet.

Sagsøgte anførte, at ugyldighed i henhold til aktieselskabslovens § 80 alene kan konstateres, hvis aktiemajoriteten udøver åbenbart misbrug, der ikke kan anses som forretningsmæssigt begrundet. Sagsøgte gjorde gældende, at sagsøgerne kendte til den tilbageholdende

⁵⁵ U.1985B.193, Werlauff, s. 2

⁵⁶ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 747

⁵⁷ U.1985B.193, Werlauff, s. 1

udbyttepolitik, da de erhvervede aktierne, og at udbyttepolitikken er begrundet i et formål om at konsolidere selskabet. Trods sagsøgernes påstand om, at sagsøgte fremtrådte velkonsolideret, anførte sagsøgte, at en tilbageholdende udbyttepolitik var nødvendig for selskabets evne til at honorere ansattes krav og potentielle erstatningsforpligtelser, for at fastholde den faste ejendom stort set ubehæftet og derved sikre selskabets finansielle uafhængighed.

Højesteret stadfæstede landsrettens dom, der fastslog, at der ikke var tale om misbrug efter aktieselskabslovens § 80, da sagsøgte som revisionsvirksomhed havde særligt behov for at sikre uafhængighed ved at sørge for betydelige årlige henlæggelser, og at sagsøgte i en årrække havde ført den tilbageholdende udbyttepolitik. Højesteret lagde yderligere vægt på, at sagsøgerne havde kendt til udbyttepolitikken før erhvervelsen. Det blev derfor fundet, at udbyttepolitikken alene havde været for at konsolidere selskabet.

Ved denne dom fastlægger højesteret, at retten til udbytte kan begrænses af en tilbageholdende udbyttepolitik, såfremt saglige hensyn begrundet politikken. Ved sådanne hensyn vil der ikke være tale om udsultning af minoriteten. Selvom dommen kommer frem til, at der ikke forelå udsultning af minoriteten, illustrerer dommen modsætningsvist, at hvis der ikke foreligger saglige hensyn, som for eksempel konsolidering af selskabet, vil udsultning af minoriteten medføre tilsidesættelse af en generalforsamlingsbeslutning, jf. SL § 108. Dommen viser samtidig, at selskabet har en vidtrækkende ret til at bestemme, hvorvidt overskud skal udbetales som udbytte eller det skal forblive i selskabet.

2.4 Fortegningsretten

Det følger af SL § 162, stk. 1, 1. pkt., at aktionærer ved kontant kapitalforhøjelse har ret, men ikke pligt, til tegning af nye aktier i forhold til deres ejerandele. En aktionær kan frit overdrage denne fortegningsret til en tredjemand, medmindre denne adgang afskæres i vedtægterne, jf. SL § 162, stk. 1, 2. pkt.

Aktionærernes fortegningsret kan fraviges i tilfælde af en konkret kapitalforhøjelse på markedsvilkår, såfremt der på generalforsamlingen opnås kvalificeret flertal efter SL § 106, jf. SL § 162, stk. 2. Derimod vil det være ugyldigt på forhånd generelt at fratage fortegningsretten i vedtægterne.⁵⁸ Ved fravigelse af fortegningsretten forstås, at generalforsamlingen enten kan tillægge bestemte personer fortegningsret, enten en bestemt aktionær eller tredjemand, eller lade aktierne udbydes til fri tegning. En fravigelse kan også indebære delvis fratagelse af fortegningsretten, da en fravigelse foreligger, såfremt en aktionær ikke har mulighed for at

⁵⁸ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 697

tegne forholdsmæssigt.⁵⁹ Selskabets vedtægter kan yderligere fastlægge endnu skærpede regler for at fravige fortegningsretten, og derved yde en endnu større minoritetsbeskyttelse.⁶⁰ En sådan fravigelse kaldes også en rettet emission.⁶¹ Fortegningsretten kan således fraviges ud fra en afvejning mellem aktionærernes interesse i at bevare sin ejerandel og selskabets interesse i eksempelvis at tiltrække nye investorer.⁶²

Hvis tredjemands tegning ikke sker på markedsvilkår, men i stedet til favørkurs, skal generalforsamlingsbeslutningen træffes med dobbelt 9/10-flertal, jf. SL § 107, stk. 2, nr. 1, medmindre tegningen foretages af medarbejdere i selskabet, jf. SL § 162, stk. 4, 2. pkt. Beslutningerne skal yderligere iagttage ligeretsgrundsætningen i SL § 45, hvilket for eksempel kan være problematisk, hvor en kapitalforhøjelse gives til favørkurs til enkelte aktionærer.⁶³ Her vil overholdelse af SL § 45 kræve, at de øvrige aktionærer, der ikke tilbydes favørkursen, samtykker. Ligeretsgrundsætningen behandles nærmere i afsnit 4.1. Aktieselskabets ledelse har til ansvar at vurdere, hvorvidt kursen fraviger markedskursen.⁶⁴

Som behandlet i afsnit 2.1., kan aktieselskaber have aktieklasser, hvor hver klasse er tillagt forskellige rettigheder. Hvis aktieklasserne har forskellige stemme- og/eller udbytterettigheder, kan aktieselskabets vedtægter indeholde en bestemmelse, der giver aktionærerne fortrinsret til at tegne nye aktier i deres klasse jf. SL § 162, stk. 3, 1. pkt. Aktierne tilhører således fortrinsvist de enkelte klasser, og aktierne kan først tegnes på tværs af klasser, såfremt samtlige aktionærer i én klasse har fået chancen for at tegne, jf. SL § 162, stk. 3, 2. pkt. Såfremt dette ikke er indført i vedtægterne, har aktionærerne ikke en klassevis fortrinsret, og alle aktionærer kan tegne de nye aktier på tværs af klasser.⁶⁵ Bestemmelsens stk. 6, angår ligeledes aktieselskaber med aktieklasser. Herefter kræves dobbelt 2/3-flertal i den berørte klasse, såfremt en beslutning resulterer i en forskydning i retsforholdet mellem aktieklasserne, jf. SL § 162, stk. 6.

Fortegningsretten udgør ikke en individualret, da der ved fravigelse netop ikke er krav om samtykke fra samtlige aktionærer, men derimod blot krav om de ovenstående flertal. Dog kan en minoritet gøre generalklausulerne i SL §§ 108 og 127 gældende, hvor flertallet for fravigelse af fortegningsretten er opfyldt, men minoriteten alligevel anser beslutningen for at give visse

⁵⁹ Schans Christensen, 2024, s. 349

⁶⁰ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 968

⁶¹ U.2013B.163, Nørgaard et al., s. 1

⁶² Schans Christensen, 2024, s. 349

⁶³ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 968

⁶⁴ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5505

⁶⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 257

aktionærer eller andre en utilbørlig fordel.⁶⁶ Minoritetsaktionærerne i U 1991.180/2 H gjorde netop gældende, at generalforsamlingens beslutning om bestyrelsens bemyndigelse var utilbørlig og i strid med nugældende SL § 108. Dommen behandles nærmere i afsnit 4.9.

2.5 Pligter

Selskabsloven oplister således en lang række rettigheder, som aktionærer besidder. Til gengæld er selskabsloven næsten tavs, når det kommer til aktionærernes pligter. Når aktionæren har indbetalt det tegnede beløb efter SL § 33, så pålægger selskabsloven ikke aktionæren yderligere forpligtelser.⁶⁷

Det skal herefter undersøges, om der i øvrigt kan udledes en pligt for aktionærer til at handle loyalt eller i andres interesse. I retslitteraturen har det været overvejet, om den interessentskabsretlige loyalitetspligt kan finde anvendelse i aktieselskaber, navnlig i mindre og personligt prægede aktieselskaber.⁶⁸ Disse synspunkter hviler imidlertid på forskellige begrundelser og med varierende styrke. Fælles for dem er, at en overførsel af principper fra interessentskabsretten forudsætter, at de almindelige betingelser for analogi er opfyldt. Dette indebærer for det første, at der skal foreligge et "hul" i selskabsloven, og for det andet, at de hensyn, der begrundet reglerne i interessentskaber, også gør sig gældende i aktieselskaber.⁶⁹

Den første betingelse er vanskelig at opfylde. Aktionærernes adgang til at varetage egne interesser er allerede reguleret i selskabsloven, navnlig gennem generalklausulen i SL § 108. Bestemmelsen retter sig mod kvalificerede tilfælde af interessevaretagelse og udgør ikke en generel loyalitetspligt baseret på en almindelig rimelighedsstandard. Lovgiver har dermed taget stilling til grænsen for aktionærers adfærd og har bevidst valgt en relativt lempelig regulering.⁷⁰ På den baggrund er det vanskeligt at antage, at der ved siden af denne regulering skulle gælde en ulovfæstet loyalitetspligt.⁷¹

Denne forståelse understøttes af, at indførelsen af en generel loyalitetspligt blev overvejet i forbindelse med udarbejdelsen af selskabsloven, men blev ikke indført. Moderniseringsudvalget fandt, at en sådan regulering ikke burde indgå i loven, og det blev samtidig fremhævet, at der ikke i teorien er enighed om eksistensen af en generel loyalitetspligt

⁶⁶ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 970

⁶⁷ Schans Christensen, 2024, s. 133

⁶⁸ U.2017B.129, Gam Madsen & Hedegaard Kristensen, s. 1

⁶⁹ Ibid., s. 5

⁷⁰ Ibid., s. 2 ff.

⁷¹ Schans Christensen, 2024, s. 149 f.

for aktionærer. Det blev i den forbindelse anført, at vurderingen af illoyal adfærd i stedet må bero på eventuelle aftaler mellem aktionærerne.⁷² Dette understøttes af, at det i betænkning nr. 1498 af 2008 anføres, at en aktionær som udgangspunkt ikke har pligt til at fremme selskabets interesser.⁷³ Forarbejderne må forstås således, at en overførsel af interessentskabsretlige loyalitetsprincipper til aktieselskaber er afvist.⁷⁴

Heller ikke den anden betingelse for analogi er opfyldt. De hensyn, der begrundet en vidtgående loyalitetspligt i interessentskaber, gør sig ikke gældende på samme måde i aktieselskaber. Aktieselskabsformen er karakteriseret ved behovet for retlig forudsigelighed og stabilitet, hvilket netop ligger bag den snævre udformning af SL § 108. Ved at vælge aktieselskabsformen har aktionærerne samtidig fravalgt den mere fleksible og uskrevne regulering, der gælder for interessentskaber. Det forhold, at visse mindre aktieselskaber i praksis kan minde om interessentskaber, kan ikke føre til et andet resultat. Der består en grundlæggende retlig forskel, navnlig vedrørende hæftelsen, idet aktionærer i aktieselskaber alene risikerer deres indskud, mens deltagere i interessentskaber hæfter personligt. Denne forskel taler afgørende imod at overføre loyalitetspligten.⁷⁵

Spørgsmålet om der alligevel på ulovfæstet grundlag kan gælde en mere vidtgående loyalitetspligt for aktionærer er blandt andet aktualiseret i Vestre Landsrets dom i U 1999.1080 V, hvor en anpartshaver blev pålagt erstatningsansvar for at have stemt imod en kapitalforhøjelse. Selvom dommen angår et anpartsselskab, må den ligeledes anses for relevant ved vurderingen af retsstillingen i aktieselskaber, idet de underliggende selskabsretlige hensyn gør sig tilsvarende gældende.

I U 1999.1080 V var sagens faktum, at sagsøgte og sagsøger hver ejede halvdelen i Protech ApS med en nominal anpartskapital på 80.000 kr. Før dette samarbejde blev etableret, havde sagsøgte indgivet en patentansøgning på en robot, men grundet manglende kapital, henvendte sagsøgte sig til sagsøger. Parterne indgik den 5. juni 1989 en aftale, hvorefter Protech ApS skulle producere og udvikle robotten og sagsøger skulle forestå salget af robotten. Produktionen af robotten blev dels finansieret af sagsøger og dels af udviklingsmidler. Sagsøger havde tillige selv afholdt alle udgifter til markedsføring. Sagsøgte fik 10.000 kr. i royaltys pr. solgt robot samt udbetalt fast løn. Sagsøgte havde stillet forslag om forhøjelse af anpartskapitalen fra 80.000 kr. til 125.000 kr. efter reglerne om vedtægtsændringer. Minimumskravet til anpartsselskabers

⁷² Økonomi- og Erhvervsministeriets høringsnotat til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-19, s. 43 sml. Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 573

⁷³ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 1240

⁷⁴ U.2017B.129, Gam Madsen & Hedegaard Kristensen, s. 5

⁷⁵ Ibid., s. 5 f.

anpartskapital blev hævet til 125.000 kr. ved lov nr. 378 af 22. maj 1996. Såfremt eksisterende selskaber ikke foretog den krævede kapitalforhøjelse, ville Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (nu Erhvervsstyrelsen) begære selskabet tvangsopløst, jf. den dagældende anpartsselskabslov (lov nr. 378 af 22. maj 1996) § 81, stk. 3. Et af forslagene for gennemførelse af kapitalforhøjelse var, at dette kunne ske ved overførelse af midler fra de frie reserver. Sagsøgte stemte imod forslaget om kapitalforhøjelse, men angav ingen begrundelse herfor. På trods af at den foreslåede kapitalforhøjelse var lovpligtig, kunne denne ikke gennemføres grundet sagsøgtes modstand.

I byretssagen anlagt af sagsøger gjorde sagsøger gældende, at sagsøgte havde tilsidesat sine forpligtelser som anpartshaver ved ikke at medvirke til kapitalforhøjelsen. Sagsøgte gjorde tillige gældende at, sagsøger "har således ikke alene tilsidesat sine selskabsretlige forpligtelser, men også sine forpligtelser til i samhandelsforholdet loyalt at medvirke til, at samarbejdspartneren ikke lider tab." Byretten lagde blandt andet vægt på at sagsøgte som anpartshaver og direktør havde pligt til loyalt at medvirke til, at selskabet kunne bestå og at forhøjelse af kapitalen kunne ske uden en udgift for sagsøgte. Byretten gav sagsøger medhold i sin påstand om, at sagsøgte skulle stemme for kapitalforhøjelsen.

Sagsøgte ankede byrettens dom, og imens ankesagen verserede for landsretten, stillede sagsøger et nyt forslag om kapitalforhøjelse som sagsøgte stemte imod. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen begærede derefter selskabet tvangsopløst. Sagsøgtes modstand blev alene begrundet i, at hun ikke var tilfreds med samarbejdet. Landsretten lagde vægt på, at sagsøgte ved at modsætte sig kapitalforhøjelsen reelt kunne fremtvinge en likvidation af selskabet og dermed et ophør af virksomheden. På den baggrund gav Landsretten sagsøger medhold i, at sagsøgte havde handlet ansvarspådragende ved at undlade at stemme for kapitalforhøjelsen.

Landsretten bemærkede til sidst, at en anpartshaver som udgangspunkt ikke er forpligtet til at stemme for en lovpligtig kapitalforhøjelse, men at sagsøgte i dette tilfælde alligevel måtte anses for at have handlet ansvarspådragende ved sin undladelse.

Landsrettens afgørelse illustrerer, at der ikke generelt gælder en selskabsretlig pligt til at stemme for en kapitalforhøjelse, men at aktionærens undladelse efter omstændighederne kan anses for ansvarspådragende, hvis den reelt medfører væsentlig skade for selskabet.

I forlængelse heraf kan den utrykte dom fra Vestre Landsret af 7. februar 2002 (Protech II), refereret i U 2017B.129, kort nævnes. Sagen vedrørte opgørelsen af erstatning efter den tidligere dom og tog fortsat udgangspunkt i den indgåede licensaftale fra 1989, som dannede grundlag for samarbejdet. Landsretten fastslog, at dette vedvarende kontraktforhold kunne opsiges med et passende varsel, hvilket blev fastsat til ét år, og at sagsøger skulle tilkendes

erstatning svarende til den mistede fortjeneste for ét år. Landsretten fandt endvidere, at sagsøger havde krav på erstatning for det tab, som likvidationen havde medført.⁷⁶

De to domme må læses i sammenhæng. Dommen i U 1999.1080 V er ikke udtryk for en selskabsretlig loyalitetspligt eller en generel pligt til gensidig interessevaretagelse. Derimod er der tale om almindelige obligationsretlige virkninger af en uberettiget og uvarslet afbrydelse af et vedvarende kontraktsforhold mellem parterne. Sagsøgetes manglende medvirken til kapitalforhøjelsen kunne således ikke begrundes i et selskabsretligt brud, hvorfor misligholdelse alene kunne udspringe af det aftaleretlige forhold, hvilket udløste erstatningsansvar efter obligationsretlige principper.⁷⁷

På den baggrund må det lægges til grund, at der ikke gælder en generel, ulovfæstet loyalitetspligt for aktionærer i aktieselskaber ud over den regulering, der følger af selskabsloven, navnlig SL § 108. Eventuelle loyalitetsforpligtelser må i stedet have grundlag i vedtægter eller aftaler mellem aktionærerne.

Ifølge selskabsloven har aktionæren således ikke alene frihed til at handle i egeninteresse, men også til helt at forholde sig passiv og undlade at engagere sig i selskabets drift.⁷⁸ Aktionærens indflydelse på aktieselskabet udøves gennem generalforsamlingen, jf. SL § 76, stk. 1. En aktionær, der vælger at deltage og stemme, kan således, inden for rammerne af den tillagte stemmевægt, handle i egeninteresse, selvom dette måtte være i strid med andre aktionærers eller selskabets interesser, forudsat at selskabslovens grænser respekteres.⁷⁹

Udgangspunktet er, at der i vidt omfang gælder aftalefrihed ved udformningen af selskabets vedtægter. Selskabet er således som udgangspunkt frit stillet med hensyn til, hvilke bestemmelser der ønskes optaget, forudsat at disse ikke strider mod selskabsloven eller anden præceptiv lovgivning. Selskabsloven opstiller dog visse minimumskrav til vedtægternes indhold, jf. SL § 28 og § 29, ligesom Erhvervsstyrelsen kan nægte registrering af vedtægtsbestemmelser, der ikke vedrører selskabets konstitution eller fremtidige drift.⁸⁰ Inden for disse rammer kan vedtægterne indeholde bestemmelser, som pålægger aktionærerne pligter, der ikke følger af loven.

⁷⁶ Ibid., s. 8

⁷⁷ Ibid., s. 9

⁷⁸ Lau Hansen, 2023, s. 343

⁷⁹ U.2017B.129, Gam Madsen & Hedegaard Kristensen, s. 1 f.

⁸⁰ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 28 ff.

Reguleringen af aktionærernes indbyrdes rettigheder og forpligtelser kan også fremgå af ejerftaler. Ejerftaler er privatretlige aftaler mellem aktionærerne og kan angå et bredt spektrum af forhold vedrørende aktiebesiddelsen og det indbyrdes samarbejde.⁸¹ Da disse aftaler ikke er underlagt selskabsloven og ikke binder selskabet, jf. SL § 82, beror gyldigheden af ejerftaler derfor på de aftaleretlige regler, herunder aftalelovens § 36, som dog har et begrænset anvendelsesområde i erhvervsforhold.⁸²

Behovet for at regulere pligter gennem vedtægter og ejerftaler er særligt udtalt i selskaber, hvor aktionærerne har en tæt tilknytning til virksomhedens drift. I sådanne tilfælde kan det være nødvendigt at supplere aktieselskabers kapitaltilknyttede struktur med bestemmelser, der i højere grad afspejler et samarbejdsforhold, som kendes fra interessentskaber eller andelsselskaber.⁸³ Dette kan eksempelvis indebære pligter til samhandel med selskabet eller begrænsninger i omsætteligheden af aktier. Ved indførelse af sådanne bestemmelser, vil aktionærerne i stedet være virksomhedstilknyttede aktionærer, hvor ejerskabet er knyttet til deres levebrød, og de derved er tæt knyttet til samhandel med aktieselskabet.⁸⁴

Et illustrativt eksempel findes i U 1991.514 SH (Matas-dommen), hvor en ejerftale indeholdt en række bestemmelser om aktionærernes forpligtelser, herunder samhandelspligt, begrænsninger i overdragelse af aktier samt retsvirkninger ved misligholdelse. Selvom dommen ikke tog stilling til gyldigheden af disse bestemmelser, viser den, hvordan aktieselskaber i praksis kan indrettes med en struktur, der i visse henseender minder om andels- eller interessentskabslignende konstruktioner.⁸⁵ Da ejerftaler med selskabslovens indførelse ikke binder selskabet, jf. SL § 82, vil pligter i dag angiveligt hyppigere fremgå af vedtægterne.⁸⁶

Det kan således konkluderes, at selskabsloven kun i begrænset omfang regulerer aktionærers pligter, hvorfor sådanne i praksis må fastlægges gennem vedtægter og ejerftaler. Dog må det kræve tungtvejende grunde at pålægge aktionærer pligter til at handle loyalt eller varetage andres interesser, da forarbejderne har afvist en loyalitetspligt i selskabsloven.⁸⁷

⁸¹ Ibid., s. 56

⁸² Ibid., s. 105

⁸³ Begreberne kapitaltilknyttede og virksomhedstilknyttede kapitalejere stammer fra Schaumburg-Müller og Lindencrone Petersen i Vedtægter og ejerftaler, 5. udgave

⁸⁴ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 152 ff.

⁸⁵ Ibid., s. 153

⁸⁶ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 523 f.

⁸⁷ U.2017B.129, Gam Madsen & Hedegaard Kristensen, s. 4

Såfremt selskabet har indført pligter i vedtægterne eller ejerftaler, kan det give anledning til spørgsmålet om, hvorvidt manglende overholdelse af disse pligter kan medføre negative retsvirkninger. Da et aktieselskab er kendetegnet ved en kapitaltilknyttet struktur, vil retsvirkninger i form af reduktion af udbytte være nærliggende i tilfælde, hvor aktionærernes opfyldelse af driftsrelaterede pligter har betydning for selskabets omsætning, for eksempel en leveringspligt. Som behandlet i afsnit 2.3, har aktionærer ret til udbytte i overensstemmelse med dennes ejerandel, medmindre vedtægterne bestemmer andet, jf. SL § 1, stk. 2, 2. pkt. Selskabsloven har derved fastlagt, at en fravigelse af forholdsmæssigt udbytte skal fremgå af vedtægterne. Herved kan det udledes, at en reduktion af udbyttet på baggrund af manglende opfyldelse af pligter, ikke kan fremgå af en ejerftale, hvilket understøttes af, at ejerftaler ikke binder selskabet og derfor ikke kan begrænse selskabets ret og pligt til at udlodde udbytte.⁸⁸

En reduktion i udbytteretten ved manglende opfyldelse af pligter kan overvejes gennemført ved en opdeling i aktieklasser med forskellig udbytteret, hvor udbyttet inden for den enkelte klasse fastsættes på baggrund af aktionærens opfyldelse af pligter. Det fremgår af betænkning nr. 1498 af 2008, at Udvalget til Modernisering af Selskabsretten ikke ønsker, at selskabsloven skal fastlægge, hvilke forskelle der skal være mellem aktieklasserne, men at det i stedet er op til selskabet selv.⁸⁹ I praksis ses anvendelsen af aktieklasser imidlertid navnlig i relation til fortrinsret til udbytte, og der foreligger ikke retspraksis, som tager stilling til en konstruktion som den beskrevne, hvorfor muligheden ikke entydigt kan fastlægges.

Som nævnt er der aftalefrihed i vedtægterne, og SL § 1, stk. 2, 2. pkt., åbner i sin ordlyd op for, at vedtægterne frit kan bestemme fordelingen af udbyttet. Det er dog hverken af lov eller retspraksis udtrykkeligt fastlagt, hvorvidt en sådan retsvirkning er mulig. Den nærmeste stillingtagen som retspraksis er kommet med til dette spørgsmål, er i SKM 2007.524 V. Sagen gav anledning til tvivl om, hvorvidt et aktieselskab kan udlodde overskud alene i forhold til aktionærernes omsætning med selskabet frem for deres aktieandele. Selvom dommen vedrører fordeling af udbytte efter aktionærernes del i omsætningen, må det antages, at tilsvarende hensyn gør sig gældende, hvor udbytte differentieres på baggrund af aktionærernes opfyldelse af pålagte forpligtelser. Dommen angår dog udelukkende skattemæssige forhold og tager ikke stilling til de selskabsretlige rammer.⁹⁰

⁸⁸ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5379

⁸⁹ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 184

⁹⁰ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5378 f.

I retslitteraturen anføres det, at en sådan omsætningsbaseret fordeling ikke er forenelig med aktieselskabsformen, men nærmere kendetegner et andelsselskab.⁹¹ I *Friis Hansen og Valdemar Krenchel* angives det endda, at såfremt et aktieselskab har en vedtægtsbestemt omsætningsbaseret udbyttefordeling, vil det kræve, at selskabet likvideres og afregistreres som aktieselskab og herefter registreres som et andelsselskab med begrænset ansvar, jf. erhvervsvirksomhedsloven § 4.⁹²

Yderligere har den tidligere Erhvervs- og Selskabsstyrelse på baggrund af en konkret forespørgsel anført, at et aktieselskab ikke kan registreres med en vedtægtsbestemmelse om overskudsfordeling baseret på aktionærernes omsætning med selskabet. Styrelsen fandt, at en sådan ordning ville stride imod ligeretsgrundsætningen i den dagældende aktieselskabslovs § 17 (nu SL § 45). Denne praksis er ikke efterfølgende ændret.⁹³

Det bemærkes dog, at selskabsretten ikke er ukendt med, at udbytteretten kan påvirkes som følge af manglende opfyldelse af forpligtelser. I tilfælde af delvis indbetaling af selskabskapitalen efter SL § 33, kan manglende indbetaling eksempelvis føre til modregning i udbytte, hvilket indebærer, at aktionæren økonomisk stilles ringere som følge af misligholdelse.⁹⁴ Selvom denne situation ikke er direkte sammenlignelig, illustrerer den, at udbytteretten ikke er ubetinget og i visse tilfælde kan undergives begrænsninger.

Litteraturen og Erhvervsstyrelsens praksis peger således i retning af, at retsvirkninger i form af reduktion af udbytte ved manglende overholdelse af pligter ikke er forenelig med aktieselskabsformen. Foruden det ovenfor anførte er selskabslovgivningen og retspraksis ganske tavs på området, hvorfor spørgsmålet ikke definitivt kan besvares.

3. Omsættelighedsbegrænsninger

Afsnit 2 har således behandlet aktionærernes forvaltningsmæssige og økonomiske rettigheder. Hertil kommer den tredje grundlæggende aktionæjerrettighed, nemlig den dispositionsmæssige rettighed. Denne indebærer aktionærens adgang til frit at disponere over sin ejerandel. Aktierne udgør et formuegode, som aktionæren som udgangspunkt kan sælge, pantsætte, bortgive eller på anden måde råde over.⁹⁵

⁹¹ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2020, s. 166 sml. Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 74

⁹² Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2020, s. 166

⁹³ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 74

⁹⁴ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 784 f.

⁹⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 357

Udgangspunktet er, at aktier er frit omsættelige, og at der ikke eksisterer nogen indløsningspligt, medmindre andet følger af lov, jf. SL § 48, stk. 1. Dette udgangspunkt kan imidlertid fraviges, idet selskabsloven giver mulighed for at fastsætte vedtægtsbestemmelser om begrænsning af omsætteligheden for navneaktier, jf. SL § 48, stk. 2.

Bestemmelser om begrænsninger i aktiers omsættelighed optages typisk i selskabets vedtægter, men kan også fastsættes i en ejeraftale. En væsentlig forskel mellem vedtægter og ejeraftaler angår graden af offentlighed og deres virkning over for tredjemand. Vedtægterne er offentligt tilgængelige, og er dermed tilgængelige for potentielle erhververe af aktier, hvilket sikrer gennemsigtighed om eventuelle omsættelighedsbegrænsninger.⁹⁶ Vedtægtsfastsatte omsættelighedsbegrænsninger er selskabsretligt bindende og kan gøres gældende over for tredjemand, jf. SL § 14, stk. 3. Ejeraftaler er derimod ikke offentligt tilgængelige og er, som anført ovenfor, underlagt den almindelige aftalefrihed og er kun bindende for parterne, jf. SL § 82.⁹⁷ En erhverver, der ikke er part i aftalen, vil derfor som udgangspunkt ikke være bundet af dens bestemmelser, hvilket begrænser dens virkning over for tredjemand.⁹⁸

Ved fortolkning af en vedtægtsmæssig omsættelighedsbegrænsning, anvendes de samme principper som ved fortolkning af øvrige vedtægtsbestemmelser, hvilket indebærer en objektiv fortolkning, hvor bestemmelsen skal kunne forstås ud fra sin ordlyd af en udenforstående.⁹⁹ Ikke desto mindre kan intentionerne bag den vedtægtsmæssige omsættelighedsbegrænsning have indflydelse på fortolkningen. Navnlig i tilfælde, hvor en objektiv fortolkning ikke er tilstrækkelig, kan anvendes en teleologisk fortolkning.¹⁰⁰ Dette var tilfældet i U 1994.234 H (Louis Poulsen A/S), der angik en vedtægtsbestemt forkøbsret. Her lagde Højesteret ikke alene vægt på vedtægtsbestemmelsens ordlyd, men også hvad bestemmelsens bagvedliggende formål var. Generelt vil fortolkningen i højere grad få karakter af en teleologisk fortolkning, kendt fra aftaleretten, jo færre aktionærer, der er tale om.¹⁰¹ Tilsvarende finder en objektiv fortolkning som udgangspunkt også anvendelse på omsættelighedsbegrænsninger i ejeraftaler, medmindre aftalen er indgået mellem et begrænset antal kapitalejere.¹⁰²

⁹⁶ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 395

⁹⁷ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 279

⁹⁸ Gomard & Schaumburg-Müller, 2015, s. 263

⁹⁹ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 185

¹⁰⁰ Schans Christensen, 2024, s. 213

¹⁰¹ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 358

¹⁰² Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 57

Baggrundene for at indføre omsættelighedsbegrænsninger kan være forskellige. Et centralt formål er ønsket om at bevare kontrollen over ejerkredsen, navnlig i selskaber hvor samarbejdet mellem aktionærerne er baseret på en snæver og tillidsfuld kreds, og hvor man ønsker at forhindre, at uvedkommende opnår ejerskab.¹⁰³

Indførelsen af omsættelighedsbegrænsninger for aktier, kan fastsættes i forbindelse med stiftelse af selskabet eller ved efterfølgende kapitalforhøjelse.¹⁰⁴ Ved kapitalforhøjelse svarer dette til det flertal, der kræves ved en vedtægtsændring, jf. SL § 154, stk. 2, jf. SL § 106, og det følger af SL § 158, nr. 10, at sådanne begrænsninger skal angives i beslutningen.

Vedtægtsbestemmelser kan som udgangspunkt lempes eller ophæves ved vedtægtsændring med kvalificeret flertal, jf. SL § 106. Dette indebærer, at en aktionærmajoritet i praksis kan frigøre sig fra sådanne begrænsninger, mens minoriteten, der ikke kan gennemtvinge en vedtægtsændring, reelt er bundet af dem. En beskyttelse af minoriteten i denne situation kan opnås ved, at der i vedtægterne fastsættes skærpede ændringskrav, således at lempelse eller ophævelse forudsætter en majoritet, der også tilgodeser minoritetsdeltagerne.¹⁰⁵ Hvis en vedtægtsbestemt omsættelighedsbegrænsning ophæves eller ændres, kan det medføre, at en aktionær ved opkøb af flere aktier opnår stemmemajoriteten i selskabet, hvorved den eksisterende magtbalance forskydes. De aktionærer, hvis retsstilling herved forringes, er imidlertid beskyttet ved SL § 108.¹⁰⁶ Ved ophævelse af en omsættelighedsbegrænsning, der forringer en aktieklasses stilling, for eksempel ved ophævelse af en aktieklasses forkøbsret, men ikke andre aktieklassers, kræver en sådan ophævelse, at den tiltrædes af mindst 2/3 af aktieklassens kapital, der deltager i generalforsamlingen, jf. SL § 107, stk. 3.¹⁰⁷

Hvis nye omsættelighedsbegrænsninger ønskes indført i allerede udstedte aktier eller hvor bestående begrænsninger skærpes, kræves en vedtægtsændring herom, som skal tiltrædes med 9/10 af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital, jf. SL § 107, stk. 2, nr. 2. Dette flertalskrav finder dog ikke anvendelse, hvis en eksisterende omsættelighedsbegrænsning udgør en særlig rettighed for visse aktionærer. En ophævelse eller

¹⁰³ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 357

¹⁰⁴ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 184

¹⁰⁵ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 83 f.

¹⁰⁶ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 237

¹⁰⁷ Gomard & Schaumburg-Müller, 2015, s. 256

forningelse af en sådan rettighed vil i stedet kræve samtykke fra de berørte aktionærer i medfør af ligeretsgrundsætningen i SL § 45.¹⁰⁸

En ejerftale adskiller sig herfra ved, at den som udgangspunkt kun kan ændres med samtykke fra samtlige aftaleparter.¹⁰⁹ Dette giver en stærkere individuel beskyttelse, idet den enkelte aktionær ikke kan få sine rettigheder ændret ved en flertalsbeslutning.

Selskabsloven indeholder ikke udtrykkelige begrænsninger med hensyn til, hvilke former for omsættelighedsbegrænsninger, der kan vedtages. Det fremgår af betænkning nr. 1498 af 2008, at sådanne bestemmelser ikke må stride mod selskabsretlige grundprincipper, herunder ligeretsgrundsætningen i SL § 45 og generalklausulen i SL § 108, og at bestemmelser herom i vedtægterne skal være formuleret med tilstrækkelig klarhed, særligt hvis omsættelighedsbegrænsningen ikke fremgår af loven.¹¹⁰

Enhver form for indskrænkning i aktiens frie omsættelighed kan således i princippet foreskrives, men selskabsloven oplister alene SL §§ 67, 68 og 69 om henholdsvis forkøbsret, samtykke til salg og vedtægtsbestemt indløsning, der indeholder præceptive regler med visse begrænsninger.¹¹¹ Selskabslovens opstilling af omsættelighedsbegrænsninger er dog ikke udtømmende og udelukker ikke anvendelsen af andre typer.¹¹² Udenfor selskabsloven kan der for eksempel indføres køberet eller medsalgsklausuler.

De forskellige former for omsættelighedsbegrænsninger, der kan begrænse aktionærers mulighed for at afhænde deres aktier, behandles nærmere i de følgende afsnit.

3.1 Forkøbsret

Den første omsættelighedsbegrænsning, der er reguleret i selskabsloven, er adgangen til at indføre en eller flere forkøbsrettigheder i selskabets vedtægter, jf. SL § 67. Ved forkøbsret forstås, at såfremt en aktionær, der er pålagt en forkøbsret, ønsker at sælge sine aktier, har denne pligt til at henvende tilbuddet til den efter forkøbsretten berettigede. Den berettigede kan udgøre en anden aktionær i selskabet eller en tredjemand, som så skal tage stilling til om tilbuddet accepteres eller ej. Hvis tilbuddet afvises, kan aktionæren frit sælge til anden side.¹¹³

¹⁰⁸ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 478

¹⁰⁹ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 185

¹¹⁰ Ibid., s. 183

¹¹¹ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 291

¹¹² Werlauff & Søgaard, 2023, s. 358

¹¹³ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 233 f.

Selvom hverken lovteksten eller forarbejderne udtrykkeligt angiver det, må det antages, at selskabet selv kan være berettiget, forudsat at betingelserne for selskabets køb af egne aktier er opfyldt.¹¹⁴

Selskabets vedtægter skal fastlægge de konkrete regler relateret til forkøbsretten, heriblandt fristen for udøvelse af retten, jf. SL § 67, stk. 1, 1. pkt. Angivelse af fristen for accept er et krav for registrering af forkøbsretten.¹¹⁵ Vedtægtsbestemmelserne kan blandt andet regulere, hvilken overgang af aktierne, der udløser forkøbsretten, hvem der er begunstiget, samt bestemmelser om pris, herunder beregning af købskursen. Ved overgang kan blandt andet forstås retsforfølgning, gave, arv eller overdragelse ved salg.¹¹⁶ Hvis en specifik type overgang ikke er fastlagt i vedtægterne, vil det ikke udløse en forkøbsret, hvilket blev illustreret i U 1994.234 H (Louis Poulsen A/S), hvor Højesteret fastslog, at en uigenkaldelig fuldmagt ikke udgjorde en overdragelse ifølge aktieselskabets vedtægter og en fortolkning af bestemmelsens konkrete formål, hvorfor det ikke udløste en forkøbsret. Yderligere skal vedtægterne angive, hvis forkøbsretten ikke alene skal kunne udøves for samtlige aktier i aktieposten, men også kunne udøves for en del af aktierne, jf. SL § 67, stk. 4.

En sådan vedtægtsbestemmelse kan dog helt eller delvist tilsidesættes ved dom, hvis den resulterer i, at aktien sælges til en pris, der må anses som åbenbart urimelig eller på anden måde indeholder urimelige vilkår, jf. SL § 67, stk. 1, 2. pkt. Det fremgår af bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009, at tilsidesættelse oftest er relevant, hvis prisfastsættelsen ikke reguleres af normale markedsvilkår, og den ikke tager udgangspunkt i et tilbud fra en tredjemand. Ligeledes angiver bemærkningerne, at der vil være tale om åbenbar urimelighed, såfremt prisen er fuldstændig uventet og for samtlige parter uforudsigelig. Det er således ikke tilstrækkeligt, at der er en markant forskel mellem markedskursen og købskursen i vedtægterne, da prisen derudover skal være uforudsigelig for parterne. For erhvervsdrivende parter vil det yderligere være sværere at komme igennem med et krav om åbenbar urimelighed.¹¹⁷ Hvis der derimod er tale om medarbejdere eller ikke-erhvervsdrivende, anses beskyttelsen for at være tilsvarende aftaleloven § 36.¹¹⁸

¹¹⁴ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 348

¹¹⁵ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5428

¹¹⁶ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 233 f.

¹¹⁷ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5428

¹¹⁸ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 362

I en retssag efter stk. 1, 2. pkt., kan parterne indhente en skønsmandserklæring, der kan vurdere, hvorvidt prisen er urimelig, og i så fald fastsætte en rimelig pris, jf. SL § 67, stk. 2. Skønsmandserklæring kan ligeledes indhentes, hvor der ikke fremgår en vedtægtsmæssig beregning af købskursen, og parterne er uenige om fastsættelsen af aktiernes værdi, jf. SL § 67, stk. 3, 1. pkt. Aktiernes værdi skal i så fald fastsættes ud fra værdien af selskabet som “going concern” på baggrund af selskabets seneste regnskaber og fremtidsudsigter, hvor goodwill, eventuelle hemmelige reserver og skatte- eller pensionsforpligtelser indgår i vurderingen.¹¹⁹

En bestemmelse om forkøbsret bidrager dermed til at bevare en ejerkreds i selskabet og samtidig sikre, at en aktionær opnår en rimelig pris ved salg af sine aktier.

3.2 Samtykke til overgang

En anden lovreguleret omsættelighedsbegrænsning i selskabsloven er, som nævnt, selskabets samtykke til overgang af aktier, der reguleres i SL § 68. Formuleringen “samtykke til overgang” angiver, at bestemmelsen finder anvendelse på enhver form for ejerskifte, og at anvendelsesområdet er andet end blot salg af aktier.¹²⁰ Begrebet “overgang” skal forstås på samme måde som “overgang” i SL § 67.¹²¹

Overskriften til SL § 68, “samtykke til salg”, er alene af mere orienterende karakter, idet det er bestemmelsens indhold om samtykke til overgang, der er afgørende. I den forbindelse må der sondres mellem begreberne overgang og overdragelse, hvor sidstnævnte alene angår frivillige ejerskifter. Begrebet overgang er derimod bredere og omfatter både frivillige dispositioner, såsom salg, og ufrivillige overgange, eksempelvis ved konkurs eller dødsfald. Ved udformningen af en samtykkebestemmelse bør det sikres, at bestemmelsens rækkevidde er klart fastlagt.¹²² Det er i retspraksis og retslitteraturen omdiskuteret, hvorvidt pantsætning af aktier er omfattet af samtykkekravet i SL § 68. I Vestre Landsrets dom U 2013.2985 V blev spørgsmålet berørt, men uden at retten tog endelig stilling hertil. I litteraturen er der ligeledes uenighed. *Schaumburg-Müller* og *Ørgaard* anfører, at samtykke først kræves ved realisation af pantet, hvor et egentligt ejerskifte indtræder, mens *Werlauff* og *Søgaard* fremhæver, at pantsætning som udgangspunkt kan være omfattet af vedtægtsbestemmelser om

¹¹⁹ Folketingstidende 1972-73, tillæg A, sp. 4449

¹²⁰ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 366

¹²¹ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 235

¹²² Werlauff & Søgaard, 2023, s. 361 ff.

overdragelse.¹²³ Spørgsmålet må derfor anses for uafklaret, og det beror i vidt omfang på en fortolkning af den konkrete vedtægtsbestemmelse.

Det er endvidere relevant at overveje, hvordan en vedtægtsbestemmelse skal være udformet for at kunne kvalificeres som en regel om samtykke til overgang. I U 2012.1823 H angik sagen spørgsmålet om, hvornår en vedtægtsbestemmelse kan anses for at indebære et krav om samtykke til overdragelse af aktier.

I U 2012.1823 H ønskede et aktieselskab (A) at overdrage sine aktier i et andet aktieselskab (B) til et tredje (C). B afslog at godkende overdragelsen med henvisning til, at en vedtægtsbestemmelse efter en fast og langvarig praksis, blev fortolket som indeholdende et krav om bestyrelsens samtykke, og at bestemmelsen dermed udgjorde en omsættelighedsbegrænsning. B nægtede ligeledes at godkende overdragelsen med henvisning til, at A ikke opfyldte et vedtægtsbestemt ejerkrav. Dette synspunkt blev dog frafaldet under behandlingen for Højesteret.

Højesteret tog stilling til, om vedtægtsbestemmelsen indebar et egentligt samtykkekrav til aktieoverdragelser, eller om der alene var tale om en noteringsbestemmelse. Vedtægterne fastsatte, at overdragelse af aktier for at opnå gyldighed skulle noteres af bestyrelsen i aktiebogen. Højesteret fandt, at bestemmelsen efter sin ordlyd ikke gav bestyrelsen en generel adgang til at nægte en overdragelse, men alene til at påse, at erhververen opfyldte vedtægternes betingelser for at være aktionær. Det af B anført om selskabets praksis kunne ikke føre til et andet resultat.

Dommen viser således, at der skal være klare holdepunkter i vedtægterne for at anse en bestemmelse som en samtykkeklauselefter SL § 68. Hverken en noteringsbestemmelse eller vedtægtsbestemte ejerkrav indebærer i sig selv et krav om bestyrelsens samtykke, idet sådanne bestemmelser alene giver adgang til at kontrollere, om betingelserne for at være aktionær er opfyldt. Samtykkekrav må derfor fremgå tydeligt, hvis de skal have virkning som en omsættelighedsbegrænsning.

Ved vedtægtsbestemmelser om samtykke til overgang af aktier, skal der træffes afgørelse om samtykke snarest muligt, og manglende svar inden 4 uger medfører, at samtykke anses for givet, jf. SL § 68, stk. 1. I U 2013.2985 V indgik det i landsrettens begrundelse, at de berettigede parter ikke havde reageret på pantsætningen, hvilket medførte, at manglende samtykke ikke kunne påberåbes. Kompetencen til at meddele eller nægte samtykke til overdragelse af

¹²³ Schaumburg-Müller, 2020, s. 280 sml. NTS 2014.46, Ørgaard, s. 53 sml. Werlauff & Søgaard, 2023, s. 366

selskabets aktier tilkommer bestyrelsen, medmindre vedtægterne henlægger afgørelsen til generalforsamlingen, jf. SL § 68, stk. 2. Kompetencen kan dog ikke tillægges andre end generalforsamlingen eller bestyrelsen.¹²⁴ Vedtægterne kan indeholde nærmere angivne kriterier for meddelelse af samtykke, men kan også overlade afgørelsen til selskabets ledelse efter et skøn.¹²⁵

Det må antages, at en samtykkebestemmelse skal administreres efter saglige og rimelige kriterier under hensyn til selskabets interesser.¹²⁶ Et samtykke kan således ikke nægtes på et usagligt grundlag, eksempelvis hvor enkelte bestyrelsesmedlemmer nægter samtykke for at varetage egne interesser frem for selskabets.¹²⁷ Det følger af SL § 68, stk. 2, 2. pkt., at beslutningen om at nægte samtykke skal begrundes. Herved foreligger der en reel mulighed for at anfægte et usagligt afslag.¹²⁸ Det følger af U 2012.1823 H, at bestyrelsen ikke har en generel adgang til at nægte en aktieoverdragelse med henvisning til selskabets interesser. SL § 68 indeholder ikke formkrav til anmodningen om samtykke, men det må antages, at anmodningen skal indeholde de oplysninger, der er nødvendige for, at selskabet kan tage stilling til, om samtykke bør meddeles.¹²⁹

De indførte krav om saglig begrundelse ved nægtelse af samtykke har til formål at modvirke misbrug over for bl.a. minoriteten, men udgør som udgangspunkt ikke en egentlig minoritetsbeskyttelsesregel. Bestemmelsen har modsat til formål at varetage selskabets interesser.¹³⁰ Hensynet til selskabets tarv må ses i sammenhæng med SL § 127, stk. 1, 1. pkt., for så vidt angår ledelsens dispositioner, samt SL § 108, når kompetencen tilkommer generalforsamlingen.¹³¹

Bestemmelsen i SL § 68 giver selskabet mulighed for at kontrollere ejerkredsen, men tilsigter ikke i sig selv at beskytte minoriteten. Kravet om saglighed ved nægtelse af samtykke indebærer dog en vis afledt beskyttelse mod flertalsmisbrug.

¹²⁴ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 354

¹²⁵ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 190

¹²⁶ Schaumburg-Müller, 2020, s. 280

¹²⁷ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 190

¹²⁸ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 367

¹²⁹ NTS 2014.46, Ørgaard, s. 11

¹³⁰ Ibid., s. 4

¹³¹ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 354

3.3 Køberet

Uden for de i selskabsloven regulerede omsættelighedsbegrænsninger, findes den ulovregulerede køberet. En køberet er kendetegnet ved, at den berettigede kan erhverve en aktionærs aktier, når nærmere fastsatte begivenheder indtræder, uafhængigt af aktionærens ønske om at sælge eller på anden måde lade aktierne overgå.¹³² Det vil sjældent følge af køberetten, at den berettigede har en købepligt. Da der ved en køberet ikke vil være fremsat et tilbud fra en tredjemand, er det nødvendigt, at en aftale om en køberet indeholder et beregningsgrundlag for købskursen, da det ellers kan føre til en retstvist.¹³³

Urimelighedsbestemmelsen i § 67 i forbindelse med forkøbsrettigheder, finder også anvendelse på køberettigheder, selvom adgangen til køberet ikke er hjemlet i selskabsloven.¹³⁴ I de typiske situationer, hvor en forkøbsret udløses, har urimelighedsbestemmelsen i praksis et meget snævert anvendelsesområde, da der her vil være et reelt tilbud fra en tredjemand, der således fastlægger markedsprisen. Urimelighedsbestemmelsens anvendelsesområde vil i højere grad være i forbindelse med køberettigheder, hvor prisen ikke bliver testet på markedet forinden. Det skyldes, at der netop ikke er et tilbud fra tredjemand, men i stedet fastsættes ud fra en på forhånd fastlagt beregning af købskursen, der kan medføre et uventet og potentielt urimeligt resultat. Dette kan netop undgås ved at regulere kursberegningen nøje i vedtægterne eller i en ejeraftale.¹³⁵

3.4 Vedtægtsbestemt indløsning

Som anført i afsnit 3 er udgangspunktet, at aktier ikke er indløselige, jf. SL § 48. Andet kan dog følge af lovgivning eller af selskabets vedtægter, hvorefter aktionæren har pligt til at lade sine aktier indløse. Ved indløsning forstås, at en aktionær har ret eller pligt til at opgive sine aktier mod betaling. Af lovgivningen følger blandt andet tvangsindløsningen i SL § 70, som behandles i afsnit 4.2. Ifølge SL § 107, stk. 2, nr. 3, kan generalforsamlingen ved et dobbeltflertal på mindst 9/10 indføre vedtægtsbestemt indløsning. Hvis der skal indføres en sådan fravigelse i vedtægterne fra udgangspunktet i SL § 48, skal bestemmelsen indeholde de oplysninger, der fremgår af SL § 69.¹³⁶ Heraf fremgår det, at vedtægterne skal indeholde

¹³² Werlauff & Søgaard, 2023, s. 361

¹³³ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2023, s. 445

¹³⁴ Ibid., s. 653

¹³⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 363

¹³⁶ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 291

oplysninger om betingelser for indløsningen, samt hvem der har ret til at forlange indløsningen, jf. SL § 69, 1. pkt.

Det vil typisk være aktieselskabet selv eller øvrige aktionærer, der vil kunne udnytte indløsningsbestemmelsen, og derved være indløsningsberettiget.¹³⁷ Forskellen mellem en indløsningsret og en forkøbsret er, at en indløsning kan være betinget af ethvert forhold, og ikke kun en overgang. Selvom en vedtægtsbestemt indløsning ikke udelukkende udløses ved overgang af aktier, kan det alligevel forhindre overgang, og har derfor samme virkning som en omsættelighedsbegrænsning.¹³⁸ En indløsningsret vil være sammenfaldende med en køberet, når den berettigede er en anden aktionær i aktieselskabet. Den berettigede har derved ret til at indløse de pågældende aktier. Betegnelsen indløsningsret spiller derimod en mere væsentlig rolle, hvor selskabet besidder retten til at indløse en aktionærs aktier.¹³⁹ En betingelse for indløsning, hvor selskabet er berettiget, kan for eksempel være, hvis en aktionær ikke opfylder bestemte krav om samarbejde eller branche. Indløsning er dog indgribende, hvorfor nøjagtige og klare betingelser er nødvendige.¹⁴⁰

SL § 69, 2. pkt., henviser til SL § 67, hvorefter reglen om tilsidesættelse af vedtægtsbestemmelser, der fører til en åbenbart urimelig pris eller åbenbart urimelige vilkår også finder anvendelse på vedtægtsbestemte indløsningsordninger, samt at der i vedtægterne skal fremgå en frist for udøvelse af indløsningen. Værdien af aktierne udgør aktiernes handelsværdi, jf. U 2013.1730 H, der behandles nærmere i afsnit 4.2. Ligesom ved SL § 67, skal der ved indløsning efter SL § 69 ske en samlet indløsning af den enkelte aktionærs aktieandel, medmindre vedtægterne bestemmer andet, jf. SL § 69, 3. pkt.

Minoritetsbeskyttelsen kommer således til udtryk i SL § 69, idet bestemmelsen opstiller krav til indholdet af vedtægtsbestemmelser om indløsning, herunder at indløsningskursen ikke må være urimelig. Beskyttelsen understøttes yderligere af de skærpede krav til vedtægtsændringer efter SL § 107, stk. 2, nr. 3, hvor indførelse af sådanne bestemmelser forudsætter et dobbelt 9/10-flertal.

¹³⁷ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 370

¹³⁸ Krüger Andersen, 2021, s. 240

¹³⁹ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 369

¹⁴⁰ Ibid., s. 371

3.5 Medsalgsklausuler

Ligesom køberetten, er medsalgsklausuler uomtalt i selskabsloven. Ved medsalgsklausuler forstås medsalgsret og medsalgspligt. En medsalgsret indebærer, at en minoritetsaktionær kan afhænde sine aktier på identiske vilkår som overdrageren af en majoritetspost. Denne beskytter således minoritetsaktionærens interesser. Derimod kan majoritetsaktionærer ses beskyttet ved en medsalgspligt, hvorefter minoriteten har pligt til at sælge sine aktier, hvis majoritetsaktionæren modtager et tilbud, hvor køberen ønsker alle aktier i selskabet.¹⁴¹

Minoritetens medsalgsret indebærer en indirekte omsættelighedsbegrænsning for majoriteten, idet et salg til tredjemand forudsætter, at minoriteten tilbydes salg på tilsvarende vilkår.¹⁴² Medsalgspligten udgør ligeledes en omsættelighedsbegrænsning for minoriteten, idet minoritetsaktionærene, når majoriteten gør brug af bestemmelsen, afskæres fra frit at vælge en køber. De er i stedet forpligtet til at overdrage deres aktier til den af majoriteten anviste køber, uanset om der måtte foreligge et mere fordelagtigt tilbud fra anden side.

Et selskab kan således styrke minoritetsbeskyttelsen ved at indføre medsalgsklausuler i vedtægterne, idet disse sikrer, at minoritetsaktionærer kan afhænde deres aktier på rimelige vilkår og til en passende værdi ved et kontrolskifte. Den beskyttelse, som medsalgsklausuler tilsigter at yde minoriteten, kan ikke udledes af den selskabsretlige ligeretsgrundsætning, idet denne alene sikrer ligebehandling af aktionærer i samme situation.¹⁴³

3.6 Ejerloft

En særlig form for vedtægtsbestemt omsættelighedsbegrænsning er det såkaldte ejerloft, hvorefter ingen aktionær må eje mere end en nærmere fastsat andel af selskabskapitalen.¹⁴⁴ Hvorvidt ejerloft udgør en omsættelighedsbegrænsning, har tidligere været diskutabelt, men andet led i SL § 107, stk. 2, nr. 2, fastslår, at den udgør en omsættelighedsbegrænsning. Udover benævnelsen i førnævnte bestemmelse, er ejerlofter ulovreguleret i selskabsloven, og Udvalget til Modernisering af Selskabsretten har begrundet dette med, at sådanne forhold bedst afgøres af selskabets ledelse fremfor lovgiver.¹⁴⁵

¹⁴¹ Krüger Andersen, 2021, s. 241

¹⁴² Werlauff & Søgaard, 2023, s. 368

¹⁴³ Ibid., s. 390

¹⁴⁴ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 35 f.

¹⁴⁵ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 168

Sådanne bestemmelser indføres typisk med henblik på at forhindre, at en enkelt aktionær, ligesom ved stemmelofter, opnår en dominerende indflydelse, og kan dermed anvendes som et værn mod ledelsesfjendtlige overtagelser.¹⁴⁶ Et stemmeloft indebærer, at en aktionær højst kan afgive et nærmere fastsat antal stemmer, uanset størrelsen af vedkommendes aktieandel.¹⁴⁷ Ejerlofter tilvejebringer dog selskabet en større uafhængighed af enkeltaktionærer end stemmelofter gør. Ved stemmelofter vil en omfattet aktionær stadig have indflydelse for så vidt angår det repræsenterede stemmekapital ved SL §§ 106 og 107, stk. 2, og kan derved udgøre en såkaldt blokerende minoritet, hvilket ikke er muligt ved ejerlofter.¹⁴⁸

En vedtægtsbestemmelse, der indfører et ejerloft, kan kombineres med en amortisationsbestemmelse. En amortisationsbestemmelse kan påkræve, at hvis en aktionær tilegner sig aktier ud over ejerloftet, skal aktionæren afhænde de aktier, der overstiger grænsen, inden for en fastsat frist, eller at de pågældende aktier bliver tvangsmæssigt indløst.¹⁴⁹

For at en vedtægtsbestemmelse om ejerloft kan fungere efter sit formål, bør den udformes således, at aktionærer, der er forbundet gennem et fælles interessefællesskab, behandles som én samlet ejer ved opgørelsen af ejerandelen.¹⁵⁰

Indførelse af ejerlofter vil endvidere kunne virke beskyttende for minoriteten, ved at begrænse, hvor stor en ejerandel én enkelt aktionær kan opnå, og dermed reducere risikoen for majoritetsmisbrug over for minoriteten.

3.7 Fortegningsretten

Fortegningsretten udgør som udgangspunkt et frit omsætteligt formuegode.¹⁵¹ Som anført i afsnit 2.4, er fortegningsretten frit overdragelig, men dette kan begrænses i vedtægterne, jf. SL § 162, stk. 1, 2. pkt. I tilfælde, hvor man netop ønsker at begrænse fortegningsretten, vil det typisk være for at beskytte ejerkredsen mod uønskede tredjemænd. Udvalget til Modernisering af Selskabsretten fremhævede, at dette i særlig grad kan have betydning for mindre selskaber.¹⁵² Anvendt på denne måde vil en bestemmelse, der begrænser fortegningsrettens

¹⁴⁶ Ibid., s. 260

¹⁴⁷ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 508

¹⁴⁸ Munck & Hedegaard Kristensen, 2014, s. 284

¹⁴⁹ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2023, s. 690

¹⁵⁰ Munck & Hedegaard Kristensen, 2014, s. 259

¹⁵¹ U.2014B.33, Werlauff, s. 1

¹⁵² Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 968

omsættelighed, fungere som et tillæg til eventuelle vedtægtsfastsatte regler, der begrænser aktiernes omsættelighed.¹⁵³

Såfremt vedtægterne eller ejeraftaler indeholder bestemmelser, der begrænser aktiernes omsættelighed, vil disse ikke automatisk gælde for fortegningsretten, da aktier og tegningsretter skal anses som to forskellige former for instrumenter. Når fortegningsretten er udnyttet, vil det ikke længere i sig selv udgøre et formuegode, men i stedet blive afløst af nye aktier. Omsættelighedsbegrænsningerne vil ikke automatisk være tilkøbet de nye aktier ved, at de aktier, hvorfra fortegningsretten udsprang, havde omsættelighedsbegrænsninger knyttet til sig. Det skal derimod følge specifikt af beslutningen om forhøjelse, hvorvidt de nye aktier skal indeholde omsættelighedsbegrænsninger, jf. SL § 158, nr. 10.¹⁵⁴

Da aktier og fortegningsretter netop anses som forskellige former for instrumenter, vil dette kandidatspeciale ikke yderligere behandle, i hvilket omfang omsættelighedsbegrænsningerne, der anvendes for aktier, ligeledes kan anvendes for fortegningsretter.

3.8 Bindingsperiode

Selskabsloven indeholder ikke direkte noget forbud mod vedtægtsbestemmelser, hvorefter aktionærer i en tidsbegrænset periode er afskåret fra at overdrage deres aktier. En bindingsperiode udgør dog en væsentlig afvigelse fra selskabslovens klare udgangspunkt om aktiers frie omsættelighed, jf. SL § 48. Hvor loven netop bygger på, at aktionærer som udgangspunkt frit kan afhænde deres aktier, indebærer en bindingsperiode, at aktionæren i en given periode er afskåret fra at overdrage sine ejerandele. Dette placerer bindingsperioder i den yderste ende af de tilladte omsættelighedsbegrænsninger, idet de, i modsætning til eksempelvis forkøbsret eller køberet, ikke blot regulerer, hvordan en overdragelse kan ske, men reelt om den overhovedet kan finde sted. De typiske omsættelighedsbegrænsninger respekterer fortsat en vis mulighed for udgang, mens en bindingsperiode i praksis vil indebære, at en aktionær tvinges til at forblive i selskabet. Et samtykkekrav kan i praksis få en bindende virkning for aktionæren, hvis samtykke gentagne gange nægtes. Som anført i afsnit 3.2., er aktionæren dog ikke uden beskyttelse, da kravet om et afslag skal begrundes. Det indebærer, at aktionæren får mulighed for at vurdere, om afslaget er sagligt eller må anses for usagligt.¹⁵⁵

¹⁵³ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 255

¹⁵⁴ U.2014B.33, Werlauff, s. 1 ff.

¹⁵⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 367

En bindingsperiode vil således afvige fra det grundlæggende princip om, at man ikke uden videre kan pålægges en pligt til at opretholde et ejerskab. På den baggrund må det udledes, at bindingsperioder skal fortolkes snævert og kræver en konkret vurdering af deres rimelighed og varighed. Som anført i afsnit 3, fremgår det af betænkning nr. 1498 af 2008, at omsættelighedsbegrænsninger ikke må stride imod de almindelige selskabsretlige grundprincipper, herunder generalklausulerne i SL §§ 108 og 127 og ligeretsgrundsætningen i SL § 45.¹⁵⁶ En bindingsperiode må derfor ligeledes skulle undergives disse principper, hvilket i sig selv sætter grænser for, i hvilket omfang en majoritet kan påtvinge minoriteten en bindingsperiode. En beslutning om indførelse af en sådan væsentlig omsættelighedsbegrænsning i vedtægterne må også anses for at være omfattet af minoritetsbeskyttelsen i SL § 107, stk. 2, nr. 3, der kræver dobbelt 9/10-flertal.

Det kan overvejes, om en bindingsperiode bør fastsættes i en ejerftale fremfor vedtægterne. Omsættelighedsbegrænsninger fastsat i en ejerftale er underlagt aftalefriheden og kan derfor i vidt omfang udformes efter parternes egne ønsker.¹⁵⁷ En sådan regulering vil imidlertid alene have aftaleretlig virkning mellem aftalens parter og ikke binde selskabet, hvilket indebærer, at en aktionær fortsat gyldigt kan overdrage sine aktier i selskabsretlig forstand, men risikerer efterfølgende misligholdelsesbeføjelser fra de øvrige aftalparter.¹⁵⁸ Herved må det antages, at en bindingsperioden i en ejerftale vil have en mere indirekte og mindre effektiv karakter.

Selv hvis en aktionær forpligtes til ikke at afhænde sine aktier i en længere periode, kan bindingsperioden ikke opretholdes ubetinget, idet død og konkurs vil medføre, at aktierne overgår til henholdsvis arvinger eller konkursboet. Dette viser, at bindingsperioder kan give anledning til praktiske og retlige udfordringer, som bør reguleres.

Tilsvarende selskabsloven, forholder retslitteraturen og retspraksis sig ganske tavs for så vidt angår bindingsperioder, hvilket må begrundes i, at sådanne klausuler ikke anvendes i praksis. Det er derfor usikkert, i hvilket omfang bindingsperioder kan anses for lovlige, og spørgsmålet må anses for uafklaret. Selskabslovens udgangspunkt om fri omsættelighed, jf. SL § 48, samt rammerne for de øvrige omsættelighedsbegrænsninger taler imod så indgribende restriktioner. Selv om der muligvis er en videre adgang til at aftale bindingsperioder i ejerftaler, er dette forbundet med væsentlige begrænsninger og ulemper sammenlignet med en

¹⁵⁶ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 185

¹⁵⁷ U.2014B.33, Werlauff, s. 5

¹⁵⁸ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 281

vedtægtsregulering. Selv hvor bindingsperioder måtte kunne etableres i vedtægter, vil deres rækkevidde under alle omstændigheder være begrænset af generalklausulerne og ligeretsgrundsætningen. Det må heraf antages, at særligt tidsbestemte eller uforholdsmæssigt lange bindingsperioder kan tilsidesættes, hvis den indebærer en utilbørlig eller usaglig indskrænkning af aktionærernes rettigheder.

4. Selskabsrettens minoritetsbeskyttelse

Udgangspunktet i aktieselskaber er flertalsprincippet, hvorefter beslutningskompetencen tilkommer majoriteten, som dermed også fastlægger selskabets udvikling. Mindretallet i selskaber bør, grundet deres mindre ejerandel, beskyttes mod, at majoriteten misbruger deres position. Minoritetsbeskyttelsesreglerne har til formål både at sikre aktionærernes interesser, herunder deres mulighed for indflydelse på generalforsamlingen samt på selskabets ledelse. Selskabslovgivningen indeholder derfor en række bestemmelser, der specifikt tilsigter at beskytte minoriteten og derved afspejler minoritetsrettigheder. Minoritetsrettigheder skal navnlig adskilles fra aktionærernes individualrettigheder, som tillægges aktionæren individuelt.¹⁵⁹

Enkelte af rettighederne udgør grundprincipperne for minoritetsbeskyttelse, og anvendelse kræver ikke, at minoriteten udgør en bestemt andel af selskabskapitalen. Der er her tale om ligeretsgrundsætningen i SL § 45 og generalklausulerne i SL §§ 108 og 127. De øvrige rettigheder kræver en nærmere angivet størrelse af minoriteten for anvendelse. Disse rettigheder er tvangsindløsning, indløsningsretten, ret til at kræve fysisk eller ekstraordinær generalforsamling, simpelt flertal, kvalificeret flertal samt dobbelt 9/10-flertal. Størrelsen af mindretallet vurderes ud fra, hvad der med rimelighed kan pålægges flertallet. Herved må det tages i betragtning, at minoritetsrettigheder samtidig indebærer en begrænsning for flertallet.¹⁶⁰

Ved vurderingen af minoritetsbeskyttelse i selskabsloven kan fler- og mindretal opgøres enten efter andelen af selskabskapitalen eller efter stemmerne på generalforsamlingen, jf. eksempelvis SL § 106, hvor begge kriterier anvendes. I selskaber, hvor princippet om én aktie, én stemme gælder uden undtagelser, vil disse kriterier føre til det samme resultat. I mange aktieselskaber forekommer der imidlertid stemmeretsbegrænsninger eller flere aktieklasser med forskellig stemmewægt, jf. SL § 45 og § 46, stk. 1, hvilket medfører at stemmeretten ikke

¹⁵⁹ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 67 f.

¹⁶⁰ Ibid., s. 72 f.

er proportional med aktiebesiddelsen. Dette kan medføre, at den bestemmende stemmemæssige indflydelse er koncentreret hos aktionærer, der ikke besidder flertallet af selskabskapitalen. Da kontrollen i et aktieselskab beror på den stemmemæssige fordeling, må dette kriterium tillægges afgørende vægt ved fastlæggelsen af, hvem der udgør minoriteten.¹⁶¹

Selskabsloven definerer ikke minoritetsaktionærer, men ifølge *Munck og Hedegaard Kristensen* kan det defineres som: “sådanne medindehavere af selskabet, der grundet deres begrænsede stemmewægt m.v. ikke er i stand til at varetage deres interesser på betryggende måde over for en majoritets modstridende interesser”.¹⁶² Selvom selskabsloven ikke definerer begrebet, søger selskabsloven netop at balancere effektiv majoritetsudøvelse med nødvendig minoritetsbeskyttelse. De ovenfor oplistede minoritetsbeskyttelsesregler vil nærmere behandles i de følgende afsnit.

4.1 Ligeretsgrundsætningen

En væsentlig minoritetsbeskyttelsesregel er ligeretsgrundsætningen i SL § 45, der som anført udgør en del af grundprincipperne for aktieselskabers minoritetsbeskyttelse. Som præsenteret i afsnit 2.1 fastlægger ligeretsgrundsætningen, at alle aktier har lige ret i selskabet, medmindre vedtægterne har fastsat aktieklasser, jf. SL § 45. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at ligeretsgrundsætningen knytter sig til aktierne og ikke til aktionærerne som personer. Princippet indebærer således, at aktier af samme størrelse skal behandles ens, mens forskelle i eksempelvis stemmestyrke mellem forskellige aktiestørrelser er forventeligt og ikke i strid med ligeretsgrundsætningen. Bestemmelsen medfører således et forbud mod usaglig forskelsbehandling.¹⁶³ Saglighedsvurderingen beror på en afvejning mellem hensynet til selskabets og den kollektive aktionærinteresse og hensynet til den enkelte aktionær.¹⁶⁴

Formålet med ligeretsgrundsætningen er at beskytte den enkelte aktionær mod forskelsbehandling i selskabet. Ligeretsgrundsætningen dækker modsætningsvist ikke de situationer, hvor en aktionær sammen med de øvrige aktionærer må acceptere, at deres retsstilling forringes, hvilket illustreres i U 2020.2032 Ø.

I U 2020.2032 Ø havde en række minoritetsaktionærer i et holdingselskab sagsøgt denne.

Sagsøgerne i holdingselskabet var avlere og opformeringssejere, der var knyttet til svineavl.

¹⁶¹ Andersen & Fleron Letoft, 1995, s. 7

¹⁶² Munck & Hedegaard Kristensen, 2014, s. 36

¹⁶³ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 274

¹⁶⁴ Schans Christensen, 2024, s. 137 f.

Sagsøgerne påstod, at deres fratagelse af stemmerettigheder på generalforsamlingen udgjorde forskelsbehandling. Der blev ligeledes nedlagt påstand om, at en senere vedtægtsændring skulle have været truffet efter SL § 107, i stedet for SL § 106, stk. 1. Denne tvist bliver behandlet i afsnit 4.8.

Sagsøgerne gjorde for sin påstand angående forskelsbehandlingen gældende, at nægtelsen af stemmeret udgjorde ulovlig forskelsbehandling, da selskabsloven kræver, at aktionærer behandles lige. Alle aktionærer havde fået opsagt en aftale om avl og/eller aftale om opformering med Landbrug & Fødevarer, Videncenter for Svineproduktion. Nogle aktionærer, der efterfølgende indgik en ny leverandøraftale med Danbred P/S, fik forlænget deres oprindelige, opsagte aftaler. Forlængelsen af den oprindelige aftale var således betinget af indgåelsen af den nye aftale, og aktionærer, der ikke indgik denne aftale, fik ikke tillagt de samme rettigheder. Dette fulgte af sagsøgtes vedtægter, der fastlagde, at kun aktionærer, som havde indgået en gyldig aftale om avl og/eller opformering med Landbrug & Fødevarer, kunne godkendes som aktionærer i selskabet. Sagsøgerne gjorde gældende, at aktionærerne havde en berettiget forventning om, at ejerkravene var opfyldt ved den oprindelige aftale med Landbrug & Fødevarer. Sagsøgerne påstod hertil, at det ikke længere var de vedtægtsfastsatte ejerkrav, der fastlagde stemmeretten, men imidlertid de ensidigt fastsatte vilkår i leverandøraftalen med Danbred P/S, og at dette medførte en forskelsbehandling, da vedtægterne, der udtømmende oplyste begrænsningerne for ejerskab og omsættelighed, ikke oplyste begrænsninger angående alternative samarbejder.

Sagsøgte gjorde gældende, at der helt åbenbart ikke var tale om ulovlig forskelsbehandling, da ejerkravet udgjorde et objektive krav, som alle aktionærer i sagsøgte var underlagt. Sagsøgte bemærkede, at alle aktionærer blev tilbudt at indgå leverandøraftalen på lige vilkår, og ved ikke at indgå aftalen, havde sagsøgerne frasagt sig muligheden for fortsat at indgå i DanAvl-avlssystemet, som udgjorde det bærende grundlag for virksomhedssammenslutningen gennem sagsøgte.

Angående påstanden om forskelsbehandling, lagde Østre Landsret til grund, at opsigelsen af aftalen med Landbrug & Fødevarer var fælles for alle aktionærer i sagsøgte. Landsretten fandt, at der ikke var tale om forskelsbehandling, da ændringen af aftalegrundlaget var uafhængigt af sagsøgte, og at det derfor var uden for sagsøgtes kontrol, at kun de aktionærer, der indgik den nye leverandøraftale, opfyldte ejerkravene. Hertil lagde landsretten vægt på, at vedtægterne alene krævede, at aktionæren var part i en gældende aftale, uden nærmere at bestemme, hvad aftalen skulle indeholde. Aktionærerne måtte derfor tåle byrdefulde ændringer inden for selskabets interesse.

Dommen illustrerer, at såfremt en forpligtelse er objektive og ensartet anvendt for samtlige aktionærer, er der ikke tale om forskelsbehandling i strid med ligeretsgrundsætningen. Såfremt alle aktionærer på lige vilkår har mulighed for at opfylde et bestemt krav, er det ikke

forskelsbehandling, hvis bestemte aktionærer selv vælger ikke at iagttage det. Selvom det ikke blev gjort gældende i den pågældende dom, kan dispositioner, der gælder lige for alle aktionærer, under visse omstændigheder være dækket af generalklausulerne i SL §§ 108 og 127, om henholdsvis generalforsamlingens og ledelsens utilbørlige beslutninger, men de falder ikke ind under ligeretsgrundsætningens område.¹⁶⁵ Dette er for eksempel tilfældet med udbytteudsultning af minoriteten, jf. afsnit 2.3. SL §§ 108 og 127 vil blive behandlet yderligere i afsnit 4.9 og 4.10.

Selvom selskabsloven rummer ligeretsgrundsætningen og denne iagttages, er det dog ikke altid at aktionærerne behandles ens, selvom der ikke er indført aktieklasser. Der kan være forhold, der medfører, at aktionærerne i praksis ikke står lige uden, at det vil være i strid med ligeretsgrundsætningen. Betænkningen nr. 1498 af 2008, oplister tre forhold, der kan resultere i dette. Indflydelse over selskabet vil selvsagt afhænge af ejerandelens størrelse, hvorfor en aktionær med få aktier vil have mindre magt end aktionæren med en kontrollerende andel. Ligeledes kan individuelle forhold begrænse en aktionærs rettigheder. For eksempel kan en aktionær have pantsat sine ejerandele og kan derved ikke frit råde over dem. Lovgivning kan også resultere i, at aktionærer behandles forskelligt.¹⁶⁶ Beslutninger der på papiret behandler alle aktionærer lige, men alligevel har varierende konsekvenser for dem i praksis, vil ikke udgøre en forskelsbehandling, der anses som en overtrædelse af SL § 45. At der ikke tages hensyn til individuelle forhold hos enkelte aktionærer eller grupper af aktionærer, udgør således ikke et brud på ligeretsgrundsætningen.¹⁶⁷

Ved indførelsen af aktieklasser kan aktionærerne lovligt besidde forskellige rettigheder og pligter. Som angivet i afsnit 2.1, kan aktieklasserne differentiere mellem aktionærernes forvaltningsmæssige, økonomiske og dispositionsmæssige rettigheder samt deres pligter. Det fremgår af bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009, at ligeretsgrundsætningen gør sig gældende såvel ved oprettelsen af aktieklasser som ved senere ændringer eller ophævelse heraf.¹⁶⁸

Forholdet mellem ligeretsgrundsætningen og forskydninger mellem aktieklasser er blandt andet berørt i U 2003.233 Ø (Motortramp A/S).

¹⁶⁵ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 266

¹⁶⁶ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 799 f.

¹⁶⁷ Schans Christensen, 2024, s. 137

¹⁶⁸ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5415

I U 2003.233 Ø tog landsretten stilling til, om der var grundlag for at forelægge spørgsmål for EF-Domstolen i en sag om gyldigheden af en vedtægtsændring i Motortramp A/S. Sagen udsprang af, at selskabets vedtægter blev ændret således, at majoriteten af A-aktionærer, der besad mere end 90 % af kapitalen og stemmerne, kunne kræve B-aktier indløst, selv om aktierne tidligere ikke havde været indløselige. En minoritetsaktionær, der alene ejede B-aktier med 1/10 stemmeret, gjorde gældende, at vedtægtsændringen var i strid med ligeretsgrundsætningen i den dagældende aktieselskabslovs § 17 (nu SL § 45) og ønskede spørgsmålet forelagt for EF-Domstolen i relation til artikel 42 i det daværende 2. selskabsdirektiv (direktiv 77/91/EØF) (nu selskabsdirektivet 2017/1132 art. 85).

Landsretten udtalte, at direktivets lighedsregel forudsætter, at aktionærer befinder sig i samme situation. Dette var ikke tilfældet i sagen, hvor en majoritet af A-aktionærer stod over for en minoritetsaktionær, der alene ejede B-aktier. Forskelle mellem aktieklasser, herunder forskellige stemmerettigheder, er en velkendt og anerkendt selskabsretlig konstruktion i både dansk og europæisk ret og kan derfor ikke i sig selv anses for at være i strid med ligeretsgrundsætningen. Landsretten fandt derfor ikke grundlag for at forelægge spørgsmål for EF-Domstolen, og tvisten måtte i stedet afgøres efter en fortolkning af de nationale selskabsretlige regler.

Sagen angik således spørgsmålet om præjudiciel forelæggelse for EF-Domstolen og fastslog således ikke realiteten af den pågældende vedtægtsændring, men illustrerer, at ligeretsgrundsætningen ikke er til hinder for forskelle mellem aktieklasser, når aktionærerne ikke befinder sig i samme situation. Opdelingen i aktieklasser med forskellige rettigheder anses således som en anerkendt selskabsretlig konstruktion.

Hvis selskabet ikke ved stiftelsen etablerer aktieklasser, kræver ligeretsgrundsætningen, at alle aktionærer, hvis retsstilling forværres, skal tilslutte sig beslutningen, medmindre etableringen af aktieklassen tegnes af tredjemand som led i en kapitalforhøjelse.¹⁶⁹ Når aktieklasser først er etableret, vil efterfølgende vedtægtsændringer, der forrykker retsforholdet mellem klasserne, kunne gennemføres ved at 2/3 af aktionærerne i den pågældende klasse, hvis rettigheder forringes og er til stede ved generalforsamlingen, stemmer for ændringen, jf. SL § 107, stk. 3. Dette gælder både for ændring af eksisterende forskelle og indførelse af nye forskelle mellem klasserne, jf. SL § 107, stk. 3. Bestemmelsen sørger derved for, at minoriteten ikke kan overses i forbindelse med ændringer i deres rettigheder, og majoriteten derfor ikke kan pålægge minoriteten en uretfærdig forringelse af deres rettigheder. SL § 107, stk. 3, behandles nærmere i afsnit 4.8 om indgribende vedtægtsændringer.

¹⁶⁹ Schans Christensen, 2024, s. 142

Da aktieselskaber som udgangspunkt har et flertalsprincip, er ligeretsgrundsætningens beskyttelse af minoriteten nødvendig for at sikre, at alle aktionærer behandles ens. Herved udgør grundsætningen et centralt element i minoritetsbeskyttelsen, idet den beskytter minoriteten mod, at flertallet forskyder aktionærernes indbyrdes retsstilling til egen fordel.

4.2 Lovbestemt tvangsindløsning

I selskabsretten opstår der særlige interessekonflikter, når en aktionær opnår en meget dominerende ejerposition i selskabet. I sådanne situationer regulerer SL § 70 en adgang for majoriteten til at tvangsindløse minoriteten. I henhold til SL § 70, stk. 1, 1. pkt., kan en aktionær, der ejer mere end 9/10 af aktierne i et aktieselskab og råder over en tilsvarende andel af stemmerne indløse minoriteten. I tilfælde af at selskabets vedtægter indeholder bestemmelser om et stemmeloft, kan denne sidstnævnte stemmebetingelse være til hinder for tvangsindløsning.¹⁷⁰ Det er ikke en forudsætning for at anvende indløsningsretten, at selskabets vedtægter indeholder bestemmelser om aktiernes indløselighed, og en vedtægtsbestemmelse om det modsatte udelukker derfor ikke indløsning efter bestemmelsen.¹⁷¹

Ved opgørelsen af aktiebesiddelsen medregnes alene aktier, der ejes direkte af den pågældende aktionær. Dermed medregnes ikke aktier, som ejes af en gruppe af aktionærer i forening. Et selskabs egne aktier indgår ikke i beregningen af 9/10-kravet.¹⁷² Det fremgår af bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009, at indløsningsretten efter stk. 1 ikke kan udøves selektivt over for enkelte minoritetsaktionærer, men skal som udgangspunkt omfatte samtlige minoritetsaktionærer. Bestemmelsen indebærer således, at majoritetsaktionæren ikke kan vælge kun at indløse visse minoritetsaktionærer. Selskabets vedtægter kan dog, under hensyntagen til minoritetsbeskyttelsesreglerne, indeholde bestemmelser om, at indløsningen ikke nødvendigvis skal gennemføres samlet.¹⁷³

SL § 70, stk. 2, fastlægger de indholdsmæssige krav til opfordringen fra majoritetsaktionæren om, at minoriteten skal overdrage deres aktier. Opfordringen skal indeholde vilkårene for indløsningen samt vurderingsgrundlaget for indløsningskursen, jf. SL § 70, stk. 2, 1. pkt. Disse

¹⁷⁰ Schaumburg-Müller & Werlauff, 2008, s. 154

¹⁷¹ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5429

¹⁷² Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 357

¹⁷³ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5429

krav beskytter minoriteten, idet de kan vurdere deres retsstilling på et forsvarligt grundlag, samtidig med, at de har mulighed for at stille spørgsmål angående indløsningskursen.¹⁷⁴

Indløsning forudsætter tillige, at opfordringen indeholder en udtalelse fra det centrale ledelsesorgan om betingelserne for indløsningen, jf. SL § 70, stk. 2, 5. pkt. Hvis det centrale ledelsesorgan undlader at afgive udtalelsen, vil dette dog i praksis ofte kun udgøre en midlertidig hindring. En majoritetsaktionær vil nemlig have mulighed for at ændre sammensætningen af det centrale ledelsesorgan, jf. SL § 120, og dermed sikre, at en udtalelse afgives. Dette indebærer samtidig, at det centrale ledelsesorgan kan befinde sig i en situation, hvor det kan være vanskeligt fuldt ud at varetage minoritetens interesser. Ikke desto mindre kan det være relevant for minoritetsaktionærerne at kende ledelsesorganets synspunkter, da disse kan indgå i vurderingen af deres retsstilling.¹⁷⁵

Opfordringen skal indeholde oplysning om, at en eventuel uenighed om indløsningskursen eller fastsættelsen heraf kan afgøres af en skønsmand, jf. SL § 70, stk. 2, 2. pkt. Herved sikres minoriteten en beskyttelse, idet denne kan kræve, at kursen fastsættes af en uvildig skønsmand til aktiernes værdi, jf. SL § 67, stk. 3, 1. pkt. Denne værdi må forstås som aktiernes handelsværdi, hvilket er fastslået i U 2013.1730 H.¹⁷⁶

U 2013.1730 H angik gyldigheden af en tvangsindløsning af minoritetsaktionærer samt fastsættelsen af indløsningskursen. Sagen udsprang af en vedtægtsbestemt indløsningsbestemmelse vedtaget med hjemmel i den dagældende aktieselskabslovs § 79, stk. 2, nr. 3 (nu SL § 107, stk. 2, nr. 3), som gav hovedaktionæren adgang til at tvangsindløse minoriteten.

Sagsøgerne gjorde gældende, at en sådan bestemmelse ikke kunne anvendes uden deres samtykke, og at den i realiteten tjente til at omgå reglerne i § 20 b (nu SL § 70) om tvangsindløsning, herunder de tilknyttede minoritetsbeskyttelsesregler.

Højesteret fandt imidlertid, at tvangsindløsningen i den konkrete sag, efter hovedaktionærens efterfølgende tilpasninger, herunder accept af skønsmandsvurdering og dækning af omkostninger, i realiteten opfyldte betingelserne i § 20 b. På den baggrund blev sagsøgerne anset for forpligtede til at lade deres aktier indløse, uanset om vedtægtsbestemmelsen i sig selv kunne have båret indløsningen.

¹⁷⁴ Ibid., s. 5430

¹⁷⁵ Ibid., s. 5430

¹⁷⁶ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 242

I Højesterets stillingtagen til fastsættelsen af indløsningskursen fastslog Højesteret, at værdien af aktierne ved tvangsindløsning skal forstås som aktiernes handelsværdi. Denne værdi beror på en konkret vurdering, hvor der kan inddrages både markedspriser, såsom børskurser (forudsat at disse afspejler handler mellem uafhængige parter), og almindeligt anerkendte værdiansættelsesmetoder.

Dommen understreger således, at indløsningskursen ikke fastsættes skønsmæssigt efter hovedaktionærens interesse, men skal afspejle den pris, som en uafhængig køber og sælger må antages at ville aftale under normale markedsvilkår.

Det følger af SL § 70, stk. 3, 1. pkt., at i tilfælde af, at skønsmændens vurdering fører til en højere kurs end tilbudt af majoritetsaktionæren, gælder denne højere kurs også over for de øvrige minoritetsejere i samme aktieklasse. Opfordringen skal indeholde oplysningen herom, jf. SL § 70, stk. 2, 4. pkt.

I de tidligere regler i aktieselskabslovens § 20 b, skulle beslutningen om tvangsindløsning træffes i fællesskab med bestyrelsen, og kunne dermed anfægtes efter generalklausulen i den dagældende aktieselskabslov § 63 (nu SL § 127). Efter SL § 70 træffes beslutning om tvangsindløsning alene af hovedaktionæren. Som følge heraf finder reglerne om minoritetsbeskyttelse i SL § 108 om beslutninger truffet på generalforsamlingen og SL § 127 om beslutninger truffet af ledelsen ikke direkte anvendelse på hovedaktionærens beslutning om tvangsindløsning.¹⁷⁷

Det må dog antages, at minoriteten fortsat kan anfægte en tvangsindløsning, hvis denne indebærer en åbenbart utilbørlig fordel for hovedaktionæren på minoritetens bekostning. Dette kan navnlig være tilfældet, hvis hovedaktionæren på tidspunktet for indløsningen er bekendt med konkrete forhold, der medfører, at den fastsatte indløsningskurs væsentligt afviger fra aktiernes reelle værdi, jf. SL § 67, stk. 3.¹⁷⁸

Der opstår en retlig problemstilling i forholdet mellem den lovbestemte tvangsindløsningsret i SL § 70 og adgangen til at fastsætte vedtægtsbestemmelser om indløsning efter SL § 107, stk. 2, nr. 3. Udvalget til Modernisering af Selskabsretten pegede i den forbindelse på, at det er uklart, om en vedtægtsbestemt indløsningsadgang kan fungere som et alternativ til den lovbestemte ordning, eller om den må underlægges de almindelige selskabsretlige principper,

¹⁷⁷ Ibid., s. 241

¹⁷⁸ Ibid., s. 242 f.

herunder ligeretsgrundsætningen.¹⁷⁹ Denne problemstilling blev behandlet i Østre Landsrets dom i U 2007.2546 Ø (TDC-sagen).

U 2007.2546 Ø angik gyldigheden af en vedtægtsændring, hvorefter hovedaktionæren NTC ApS, der ejede 88,2 % af aktierne i TDC A/S, fik adgang til at tvangsindløse de resterende minoritetsaktionærer. Bestemmelsen blev vedtaget på en ekstraordinær generalforsamling med særligt kvalificeret majoritet efter den dagældende aktieselskabslov § 79, stk. 2, nr. 3 (nu SL § 107, stk. 2, nr. 3).

Sagen rejste det centrale spørgsmål, om en sådan vedtægtsbestemt indløsningsadgang kunne anvendes som et alternativ til den lovbestemte tvangsindløsning i aktieselskabsloven § 20 b (nu SL § 70), eller om dette ville indebære en omgåelse af de minoritetsbeskyttende regler, der knytter sig til aktieselskabsloven § 20 b.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen nægtede at registrere vedtægtsændringen med henvisning til, at aktieselskabsloven § 79, stk. 2, nr. 3, ikke kan anvendes til at gennemføre tvangsindløsning uden iagttagelse af betingelserne i aktieselskabsloven § 20 b. Styrelsen fremhævede navnlig, at en sådan anvendelse ville udhule kravet om, at hovedaktionæren skal eje mere end 9/10 af såvel aktier som stemmer, samt de øvrige minoritetsbeskyttelsesregler. Endvidere blev det anført, at en vedtægtsbestemt indløsningspligt indebærer en væsentlig forringelse af minoritetens retsstilling, hvorfor der efter ligeretsgrundsætningen kræves samtykke fra de aktionærer, hvis retsstilling forringes.

Østre Landsret tiltrådte denne vurdering og fastslog, at der hverken i bestemmelsens ordlyd eller forarbejder var grundlag for at antage, at reglerne i aktieselskabsloven § 20 b kunne fraviges ved en vedtægtsbestemmelse. En sådan anvendelse af aktieselskabsloven § 79, stk. 2, nr. 3, ville i realiteten gøre minoritetsbeskyttelsen i aktieselskabsloven § 20 b illusorisk. Landsretten fandt derfor, at den vedtagne vedtægtsændring var ulovlig og ugyldig.

En vedtægtsbestemt tvangsindløsning efter SL § 107, stk. 2, nr. 3, kan alene finde anvendelse, når den er begrundet i selskabets interesser og bygger på objektive og saglige kriterier, der gælder ens for alle aktionærer uafhængigt af deres ejerandel. Bestemmelsen kan derimod ikke anvendes til at fravige de beskyttelsesregler, der følger af SL § 70. Ønsker en majoritetsaktionær at gennemføre tvangsindløsning af minoriteten, må dette derfor ske i overensstemmelse med reglerne i SL § 70.¹⁸⁰ SL § 107, stk. 2, nr. 3, er yderligere redegjort for i afsnit 4.8.

¹⁷⁹ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 219

¹⁸⁰ Ibid., s. 219

SL § 70 må samlet set anses for en minoritetsbeskyttelsesregel. Dette skyldes for det første, at adgangen til tvangsindløsning er betinget af, at majoritetsaktionæren ejer mere end 9/10 af såvel kapitalen som stemmerne, hvilket sikrer, at indgrebet kun kan foretages ved en meget høj grad af kontrol. For det andet indeholder bestemmelsen væsentlige garantier for minoriteten, herunder adgangen til at få indløsningskursen fastsat af en uvildig skønsmand, hvilket understøtter, at minoriteten modtager en rimelig betaling svarende til aktiernes værdi. Endelig bidrager de formelle krav til opfordringen fra majoritetsaktionæren til gennemsigtighed og sikrer, at minoritetsaktionærene får et tilstrækkeligt grundlag for at varetage deres interesser i forbindelse med tvangsindløsningen.

4.3 Lovbestemt indløsningsret

Modstykket til tvangsindløsningsbestemmelsen i SL § 70 er minoritetens indløsningsret i SL § 73. Hvor SL § 70 beskytter minoriteten ved at sætte en grænse for, hvornår en majoritet kan indløse minoriteten, giver SL § 73 minoriteten adgang til at kræve sig indløst af majoriteten. Ligesom ved SL § 70, skal en enkelt aktionær besidde mere end 9/10 af selskabets kapital, samt 9/10 af stemmerne i selskabet for at falde ind under anvendelsesområdet af SL § 73. Såfremt dette er opfyldt, kan enhver af selskabets minoritetsejere forlange sig indløst af denne majoritet, jf. SL § 73. Bestemmelsen er begrundet i den begrænsede selskabsretlige indflydelse, som tilkommer en så lille minoritet.¹⁸¹ Det forudsættes, at minoritetsaktionæren kræver indløsning for hele sin aktiepost og derved ikke en andel heraf. Hvis selskabet dog ejer en andel af sine egne aktier, indgår disse ikke i beregningen af, hvorvidt majoritetsejeren ejer 9/10.¹⁸²

Såfremt en minoritetsaktionær kræver indløsning efter SL § 73, skal majoritetsaktionæren fremlægge et tilbud på kursen til minoritetsaktionæren. Der er ikke en lovreguleret frist for denne fremlæggelse, men fristen antages at være inden rimelig tid, angiveligt omkring 4 uger. Hvis majoritetsaktionæren ikke overholder dette uden en saglig begrundelse, kan minoritetsaktionæren indbringe sagen for retten på selskabets hjemsted og kræve, at der udpeges skønsmand.¹⁸³

Det fremgår af SL § 73, 2. pkt., at SL § 67, stk. 3 samt SL § 70, stk. 2, 2. pkt., og stk. 3, 2. og 3. pkt., finder anvendelse ved brug af indløsningsretten. Disse bestemmelser gælder ligeledes for tvangsindløsning efter SL § 70, hvorfor de er behandlet nærmere i afsnit 4.2. At der i denne

¹⁸¹ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 382

¹⁸² Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 374 f.

¹⁸³ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 382

forbindelse ikke henvises til SL § 70, stk. 3, 1. pkt., skyldes at SL § 73 kan anvendes af den enkelte minoritetsaktionær, hvor SL § 70 skal anvendes over for samtlige minoritetsaktionærer.¹⁸⁴ Et tilbud på kursen fra en majoritetsejer til en minoritetsejer er derfor kun bindende mellem de pågældende aktionærer og ikke de øvrige minoritetsejere, der ønsker indløsning. Dog kan den fastsatte kurs udgøre en standard for andre minoritetsejere og for tvangsindløsning fra majoritetens side.¹⁸⁵

4.4 Ret til at kræve fysisk generalforsamling

Som anført i afsnit 2.2 udøves aktionærernes beslutningsret som udgangspunkt på generalforsamlingen, jf. SL § 76, stk. 1. Dette udgangspunkt kan imidlertid fraviges efter SL § 76, stk. 3, der åbner mulighed for vedtægtsmæssigt at fravige kravet om den fysiske generalforsamling, jf. stk. 1.¹⁸⁶

En sådan fravigelse forudsætter enstemmighed og skal optages i vedtægterne, jf. SL § 76, stk. 3, 2. pkt. Enstemmighedskravet indebærer, at samtlige afgivne stemmer på generalforsamlingen skal tilslutte sig beslutningen, hvilket i praksis ofte er vanskeligt at opnå i selskaber med en bred ejerkreds.¹⁸⁷ Når vedtægtsbestemmelsen først er vedtaget, kan den efterfølgende ændres eller ophæves med almindelig vedtægtsændringsmajoritet, dvs. dobbelt 2/3-flertal, jf. SL § 106, jf. SL § 76, stk. 3, 3. pkt.¹⁸⁸

Bestemmelsen indeholder imidlertid også en væsentlig minoritetsbeskyttelse, idet aktionærer, der ejer mere end 10 % af selskabskapitalen kan forlange, at der alligevel afholdes en fysisk generalforsamling, jf. SL § 76, stk. 3, sidste pkt. Bestemmelsen kan anses for at yde minoriteten en beskyttelse ved at sikre mulighed for fysisk deltagelse på generalforsamlingen, hvor minoriteten i højere grad kan udøve sine individualrettigheder gennem debat, spørgsmål og direkte dialog med ledelsen og de øvrige aktionærer.

4.5 Ret til at kræve ekstraordinær generalforsamling

Selskabsloven tildeler endvidere minoriteten en beskyttelse ved at give aktionærer, der ejer 5 % af selskabskapitalen, ret til skriftligt at kunne forlange ekstraordinær generalforsamling indkaldt, jf. SL § 89, stk. 3, 1. pkt. Bestemmelsen giver også mulighed for at tildele en mindre

¹⁸⁴ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018. 375

¹⁸⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 382

¹⁸⁶ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5433

¹⁸⁷ Schaumburg-Müller, 2020, s. 430

¹⁸⁸ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 449

minoritet denne rettighed, enten ved at fastsætte en lavere procentandel end 5 % i vedtægterne eller ved specifikt at tildele retten til udvalgte aktionærer. Såfremt selskabet ejer en andel af sine egne aktier, vil procentdelen af selvejende aktier blive trukket fra, og minoritetsbrøken justeres i forhold til den samlede selskabskapital.¹⁸⁹

Retten til at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling kræver dog, at minoriteten i indkaldelsen angiver et bestemt emne, der skal behandles på den ekstraordinære generalforsamling, jf. SL § 89, stk. 3, 2. pkt. En minoritet kan derved ikke indkalde til en ekstraordinær generalforsamling med formål om at tage en generel drøftelse om selskabets forhold.¹⁹⁰ Ledelsen har dog ret til at tilpasse en aktionærs dagsordensforslag sprogligt eller i omfang, men må ikke ændre dets substans. Retten til indkaldelse gælder alene forslag, der vedrører selskabet, og som generalforsamlingen besidder kompetencen til at drøfte eller træffe beslutning om i henhold til lov eller vedtægter.¹⁹¹ Beskyttelsen indebærer yderligere, at den ekstraordinære generalforsamling senest skal ske 2 uger efter de pågældende aktionærer er fremkommet med begæringen, jf. SL § 89, stk. 3, 2. pkt.

Retten til at kræve ekstraordinær generalforsamling beskytter således minoriteten ved at sikre mulighed for at få væsentlige spørgsmål behandlet og udøve kontrol med selskabets forhold, uden at være afhængig af det centrale ledelsesorgans initiativ til indkaldelse.

4.6 Simpelt flertal

For et aktieselskab spiller generalforsamlingen og dens beslutningsdygtighed en afgørende rolle for at træffe beslutning om selskabets anliggender. Hertil er udgangspunktet, at sådanne beslutninger skal træffes ved simpelt stemmeflertal, jf. SL § 105, 1. pkt. Ved simpelt flertal forstås, at flere stemmer skal være for et forslag end imod, og at der ses bort fra blanke og ugyldige stemmer.¹⁹² I princippet indebærer dette, at et forslag anses for vedtaget, hvis blot én stemme er afgivet for forslaget, og ingen har stemt imod, for eksempel fordi andre ikke er mødt op eller har stemt blankt.¹⁹³ I tilfælde af stemmelighed præciserer SL § 105, 2. pkt., at forslaget ikke anses for vedtaget.

¹⁸⁹ Ibid., s. 481 f.

¹⁹⁰ Schans Christensen, 2024, s. 516 f.

¹⁹¹ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 482

¹⁹² Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 511

¹⁹³ Gomard & Schaumburg-Müller, 2015, s. 409

Det fremgår yderligere af SL § 105, 1. pkt., at lov eller selskabets vedtægter kan fravige udgangspunktet om simpelt flertal. I denne forbindelse er SL §§ 106 og 107 særligt centrale, da disse kræver henholdsvis et dobbeltflertal på 2/3, 9/10 og enstemmighed for at vedtage vedtægtsændringer på generalforsamlingen. Vedtægterne kan fastlægge skærpede betingelser for at en beslutning vedtages på generalforsamlingen. Dette kan for eksempel være krav om et større flertal, krav om at beslutningen skal vedtages på to generalforsamlinger eller krav om godkendelse fra tredjemand. Her vil formålet typisk være at beskytte bestemte interesser, herunder minoriteten. Der er dog ikke adgang til, at vedtægterne lempes selskabslovens vedtagelseskrav, hvilket rummer en minoritetsbeskyttelse.¹⁹⁴ SL § 105 rummer ikke et quorumkrav, men selskabet kan indføre et sådant i vedtægterne.¹⁹⁵ Indførelse af et quorumkrav vil medføre en videre minoritetsbeskyttelse, da generalforsamlingens beslutningsdygtighed er begrænset til tilfælde, hvor et bestemt antal aktionærer er repræsenteret, og der sikres bredere deltagelse ved væsentlige beslutninger.

Ved beslutninger, hvor der blot kan stemmes for og imod, gælder et absolut, simpelt flertal, dvs. over halvdelen af de angivne stemmer skal stemme for, men i tilfælde af personvalg eller beslutninger med flere valgmuligheder, afgøres beslutningen ved relativt, simpelt flertal, jf. SL § 105, 3. pkt. Ved relativt, simpelt flertal behøver personen eller valgmuligheden ikke få mere end halvdelen af stemmerne for at blive vedtaget, men skal blot have flere stemmer end den eller de øvrige personer eller valgmuligheder.¹⁹⁶ I tilfælde af personvalg, vil stemmelighed dog afgøres ved lodtrækning, medmindre vedtægterne angiver andet, jf. SL § 105, 4. pkt.

Da flertallet som udgangspunkt bestemmer, kan det være nødvendigt med regler, der beskytter mindretallet, så flertallet ikke kan misbruge sin magt. Derfor har selskabsloven blandt andet indført generalklausulen i SL § 108, der beskytter mod majoritetens misbrug på generalforsamlingen.¹⁹⁷

4.7 Vedtægtsændringer

En undtagelse fra udgangspunktet om simpelt flertal findes i SL § 106, der fastlægger, at en beslutning på generalforsamlingen, som medfører en ændring i selskabets vedtægter, skal tiltrædes af mindst 2/3 af selskabskapitalen og stemmerne til stede på generalforsamlingen, jf.

¹⁹⁴ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 464

¹⁹⁵ Krüger Andersen, 2021, s. 455

¹⁹⁶ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 867

¹⁹⁷ Munck & Hedegaard Kristensen, 2014, s. 278

SL § 106, stk. 1, 1. pkt. Dette indebærer, at ja-stemmerne skal udgøre mindst dobbelt så mange stemmer som nej-stemmerne og de blanke stemmer. Blanke stemmer får derfor i praksis indflydelse, som nej-stemmer.¹⁹⁸ Dette flertal benævnes også kvalificeret flertal, og yder en beskyttelse for aktionærer, der besidder aktier med mindre stemmевærdi efter SL § 46, stk. 1, da det ikke kun kræver 2/3 af stemmerne, der er afgivet, men det kræver også, at 2/3 af den repræsenterede stemmeberettiget kapital stemmer for. Der ses derfor ikke kun på stemmerne, men også selskabskapitalen bag aktierne. Hvis en aktionær har en mindre stemmевærdi, tæller deres fulde kapitalstørrelse med i det repræsenterede selskabskapital.¹⁹⁹

Bestemmelsen giver derfor en beskyttelse, når der er indført forskellige stemmerettigheder i forskellige aktieklasser. Beskyttelsen angår dog ikke nødvendigvis et kapitalmæssigt mindretal, men derimod et stemmemæssigt mindretal. Ved opgørelsen af 2/3 af det repræsenterede selskabskapital på generalforsamlingen indgår med fuld vægt i opgørelsen desuden aktier, der har stemt blankt, eller hvor de afgivne stemmer er ugyldige, ligesom aktier, der overstiger et eventuelt stemmeloft. Der er ikke behov for at opgøre, hvorvidt beslutningen får tilslutning af 2/3 af selskabskapitalen repræsenteret på generalforsamlingen, hvis der ikke er indført aktieklasser, afgivet blanke eller ugyldige stemmer eller er indført stemmeloft. Her kan stemmeflertallet nøjes med at blive opgjort.²⁰⁰

Ifølge SL § 106 tælles stemmeløse aktier, der er til stede ved generalforsamlingen, ikke med i beregningen af kvalificeret flertal, medmindre de stemmeløse aktier er tillagt repræsentationsret. Selskaberne kan selv beslutte, om stemmeløse aktier skal medregnes i det kvalificerede flertal. Således har selskaberne mulighed for at strukturere aktier, så visse aktionærer ikke deltager i beslutninger, der besluttet efter SL § 105, men alligevel får indflydelse i forbindelse med væsentlige dispositioner, der kræver kvalificeret majoritet efter SL § 106.²⁰¹ Ved opgørelsen af kvalificeret flertal tælles selskabets egne aktier ikke med, jf. SL § 85. Da SL § 106 anfører, at der i det kvalificerede flertal medregnes aktier repræsenteret på generalforsamlingen, medregnes ikke-fremmødte aktier selvfølgelig ikke. Yderligere vil aktier, der udelukkes fra at stemme grundet inhabilitet, ikke medregnes, jf. SL § 86.²⁰²

¹⁹⁸ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2023, s. 808

¹⁹⁹ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 467

²⁰⁰ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 516 ff.

²⁰¹ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 868

²⁰² Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 517

Ændringsforslag til vedtægterne skal først opfylde kvalificeret flertal efter SL § 106, såfremt der er tale om afstemning om et endeligt hovedforslag. Ændringsforslag kan forinden behandles ved præliminære afstemninger med simpelt flertal, hvor de eventuelle ændringer indarbejdes i det endelige hovedforslag.²⁰³ Derudover er der visse typer vedtægtsændringer, der ikke kræver generalforsamlingsbeslutning. Disse vedtægtsændringer er oplistet i SL § 106, stk. 2, og kan træffes alene af det centrale ledelsesorgan.

Med selskabsloven er det tilstræbt at afveje hensynet til effektiv majoritetsudøvelse over for behovet for at beskytte minoriteten. Selskaberne kan udvide minoritetsbeskyttelsen, men kan omvendt ikke fravige beskyttelsen som SL § 106 yder i forbindelse med vedtægtsændringer, og for eksempel indføre simpelt flertal.²⁰⁴ Beskyttelsen i relation til vedtægtsændringer begrundes i vedtægternes grundlæggende betydning for selskabet og aktionærerne, og at en ændring heri derfor kan være vidtgående for deres rettigheder og retsstilling.²⁰⁵ Selskabet må derved gerne opstille yderligere krav til vedtagelsen af vedtægtsændringer, for eksempel quorumkrav eller skærpede majoritetskrav. Såfremt sådanne er indført, skal disse selvsagt iagttages, jf. SL § 106, stk. 1, 1. pkt. Hvis der i vedtægterne optages skærpede minoritetsrettigheder, bør det fastsættes, at disse ikke kan bortfalde ved kvalificeret flertal, men i stedet bør ophævelsen afspejle den minoritet, som der ønskes beskyttet.²⁰⁶ Derudover kan de særlige regler i SL § 107 også finde anvendelse ved vedtægtsændringer.

4.8 Indgribende vedtægtsændringer

Flere kategorier af vedtægtsændringer kan kategoriseres som så vidtrækkende, at de kun er gyldige, hvis de opfylder de særlige kriterier, der fremgår af SL § 107. I de i bestemmelsen nævnte tilfælde, kræves der enten enstemmighed eller det særligt kvalificerede majoritetskrav på 9/10-flertal. Bestemmelsen rummer derved både en individualrettighed, i form af enstemmighed, og en minoritetsrettighed, i form af dobbelt 9/10-flertal.²⁰⁷ SL § 107, stk. 1, kræver, at samtlige aktionærer er enige om en vedtægtsændring, der forøger ejernes forpligtelser over for selskabet. Det følger allerede af selskabsforholdets grundlæggende principper, at en beslutning, der indebærer en forøgelse af aktionærernes forpligtelser over for selskabet, kræver samtykke fra de aktionærer, der pålægges forpligtelsen. På trods heraf er

²⁰³ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 512

²⁰⁴ Munck & Hedegaard Kristensen, 2014, s. 278

²⁰⁵ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 514

²⁰⁶ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2023, s. 809

²⁰⁷ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 67 f.

reglen fastholdt i SL § 107, stk. 1, da det er vigtigt, at kravene til vedtagelsen af sådanne vedtægtsændringer fremgår klart af lovteksten.²⁰⁸

Kravet om enstemmighed gælder ikke såfremt en vedtægtsbestemmelse, der medfører forøgede forpligtelser, indføres ved selskabets stiftelse eller i forbindelse med en kapitalforhøjelse med virkning alene for den nye kapital. Herved accepterer de aktionærer, der indtræder i selskabet på disse vilkår, de pågældende begrænsninger. Dette ses eksempelvis ved indførelse af omsættelighedsbegrænsninger og indløselighed efter selskabslovens kapitel 5 (§§ 67-75).²⁰⁹

Bestemmelsen i SL § 107, stk. 1, får særlig betydning i selskaber, hvor vedtægterne indeholder pligter for aktionærerne, eksempelvis i selskaber med et vist samvirke mellem selskabet og aktionærerne og dermed har karaktertræk fra andelsselskaber. I sådanne tilfælde vil ændringer, der indebærer en udvidelse eller skærpelse af aktionærernes forpligtelser, eksempelvis vedrørende samhandel eller driftsmæssige forhold, udgøre en forringelse af aktionærernes retsstilling og derfor kræve samtykke fra de berørte aktionærer.²¹⁰

SL § 107, stk. 2, opregner en række beslutninger, der alene kan vedtages, hvis forslaget tiltrædes af mindst 9/10 af de afgivne stemmer og 9/10 af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital. Der gælder således også et dobbelt flertalskrav som i SL § 106. Tilsvarende SL § 106, indgår både aktier med stemmeret og aktier uden stemmeret i beregningen af 9/10-flertallet, forudsat at aktier uden stemmeret er tillagt repræsentationsret.²¹¹ Bestemmelsen præciserer en række aktionærrettigheder, som tillægges særlig betydning. Dette gælder blandt andet vedtægtsændringer, der indfører begrænsninger i stemmeretten, såsom stemmeloft, samt begrænsninger i aktiernes omsættelighed, herunder krav om selskabets samtykke til overdragelse og regler om ejerlofter. Opregningen i SL § 107, stk. 2, må anses for udtømmende.²¹²

Selvom en vedtægtsændring kan vedtages med dobbelt 9/10-flertal efter SL § 107, stk. 2, gælder der en væsentlig begrænsning, hvis ændringen indebærer en forringelse af visse aktionærers retsstilling. I sådanne tilfælde kræves samtykke fra de berørte aktionærer, idet der ellers sker en forrykkelse af retsforholdet mellem aktionærerne i strid med

²⁰⁸ Ibid., s. 870

²⁰⁹ Gomard & Schaumburg-Müller, 2015, s. 417

²¹⁰ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 523

²¹¹ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 470

²¹² Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 872

ligeretsgrundsætningen i SL § 45.²¹³ Dette gør sig tilsvarende gældende ved oprettelse af en aktieklasse, hvortil visse eksisterende aktionærer henføres, samtidig med at der knyttes en indløsningsbestemmelse til denne klasse. Såfremt disse aktionærer herved stilles ringere end øvrige aktionærer, forudsætter beslutningen ligeledes deres samtykke.²¹⁴

Som nævnt i afsnit 2.4, følger det af SL § 107, stk. 2, nr. 1, at der foreligger en indgribende vedtægtsændring, når aktionærernes ret til udbytte eller udlodning af selskabets midler, herunder via tegning af aktier til favørkurs, reduceres til fordel for personer uden for aktionær- og medarbejderkredsen. Bestemmelsen i SL § 107, stk. 2, nr. 2, omfatter vedtægtsændringer, der begrænser eller yderligere indskrænker aktiernes omsættelighed, for eksempel gennem forkøbsrettigheder, samtykkekrav eller indførelse af ejerlofter. SL § 107, stk. 2, nr. 2, er anført i afsnit 3 om omsættelighedsbegrænsninger.

SL § 107, stk. 2, nr. 3, der kort er blevet gennemgået i afsnit 4.2 i forbindelse med reglen om tvangsindløsning i SL § 70, kan særligt fremhæves. SL § 107, stk. 2, nr. 3, er som nævnt den vedtægtsbestemte tvangsindløsning, der angår beslutninger, hvorefter aktionærerne skal indløse deres aktier i lige forhold. Formuleringen “lige forhold” indebærer, at bestemmelsen ikke kan anvendes til at fastsætte en ordning, hvor visse aktionærer indløses helt, mens andre aktionærer ikke berøres.²¹⁵ Erhvervsstyrelsen ændrede praksis i 2006 på baggrund af ovennævnte TDC-sag (U 2007.2546 Ø), der er gennemgået i afsnit 4.2, hvorefter en vedtægtsbestemt tvangsindløsning ikke kan anvendes til at omgå de lovbestemte regler i den daværende aktieselskabslov § 20 b (nu SL § 70).²¹⁶ SL § 107, stk. 2, nr. 3, kan således ikke anvendes som et generelt instrument til at eliminere minoritetsaktionærer (under 1/10) i stedet for indløsningsreglen i SL § 70, da bestemmelsen alene finder anvendelse “uden for tilfælde [...] omhandlet i kapitel 5”.²¹⁷ Dommen fastslog netop, at en vedtægtsændring efter SL § 107, stk. 2, nr. 3, alene kan gennemføres, hvis ændringen er begrundet i selskabets interesser og er baseret på objektive og saglige kriterier, som finder ensartet anvendelse på alle aktionærer uanset deres ejerandel. Det fremgår af bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009, at denne praksis, som Erhvervsstyrelsen har fulgt i TDC-sagen, videreføres.²¹⁸

²¹³ Ibid., s. 871

²¹⁴ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 374

²¹⁵ Ibid., s. 374

²¹⁶ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2023, s. 816

²¹⁷ Krüger Andersen, 2021, s. 483

²¹⁸ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5459

I dommen U 2020.2032 Ø var det omdiskuteret, hvorvidt kravene for anvendelse af henholdsvis SL §§ 107, stk. 1, og 107, stk. 2, nr. 3, var opfyldt.

I U 2020.2032 Ø blev et holdingselskab sagsøgt af en række minoritetsaktionærer i selskabet. Udover tvisten om ligeretsgrundsætningen, der blev behandlet i afsnit 4.1., anførte sagsøgerne, at der på en generalforsamling blev vedtaget to vedtægtsændringer med et utilstrækkeligt flertal. På generalforsamlingen den 12. januar 2018 blev der truffet beslutning om at ændre vedtægternes ejer kvalifikationskrav, således at det fremadrettet var tilknyttet en ny leverandøraftale, samt ændringen af selskabets indløsningsmulighed af aktionæerne, hvorefter den kunne anvendes for aktionærer, der ikke opfyldte de nye ejer kvalifikationskrav.

Sagsøgerne påstod, at vedtægtsændringerne fejlagtigt blev truffet på baggrund af et dobbelt 2/3-flertal, jf. SL § 106. I stedet burde beslutningen angående ejer kvalifikationskravene være truffet ved enstemmighed blandt aktionæerne efter SL § 107, stk. 1, idet sagsøgerne gjorde gældende, at beslutningen forøgede aktionærernes forpligtelser. Sagsøgerne begrundede forøgelsen af aktionærernes forpligtelser med, at aktionæerne ifølge vedtægtsændringen skulle indgå en ny, mere byrdefuld leverandøraftale for at bevare deres stemmeret. Herved blev der efter sagsøgernes opfattelse indført en ny og skærpet betingelse for udøvelsen af de selskabsretlige beføjelser, idet stemmeretten blev gjort afhængig af tiltrædelsen af et kontraktuelt forhold. Desuden gjorde sagsøgerne gældende, at indløsningsmuligheden skulle være truffet med dobbelt 9/10-flertal efter SL § 107, stk. 2, nr. 3, da der var tale om en vedtægtsændring omfattet heraf.

Østre Landsret fandt, at til trods for at aktionærernes forpligtelser ved den nye leverandøraftale var blevet forøget, havde dette ikke betydning for forholdet mellem aktionæerne og sagsøgte. Vedtægtsændringen medførte derfor ikke en forøgelse af aktionærernes forpligtelser over for sagsøgte. Der var derfor ikke tale om en vedtægtsændring, der krævede enstemmighed blandt aktionæerne, jf. SL § 107, stk. 1. Angående indløsningsmuligheden, der blev ændret i vedtægterne, lagde Østre Landsret til grund, at ændringen ikke gav selskabet en udvidet indløsningsmulighed. Vedtægterne gav i forvejen selskabet mulighed for at indløse aktionærer, hvis de ikke opfyldte ejer kvalifikationskravene. At vedtægterne blev ændret, således at indløsningsmuligheden angik de nye ejer kvalifikationskrav medførte derfor ikke en øget indløsningsforpligtelse for aktionæerne, der skulle vedtages efter SL § 107, stk. 2, nr. 3. Østre Landsret fandt derfor, at vedtægtsændringerne gyldigt var vedtaget efter dobbelt 2/3-flertal, jf. SL § 106, stk. 1.

Dommen illustrerer således, at såfremt der er tale om en ændring af en indløsningsbestemmelse i vedtægterne, anvendes SL § 107, stk. 2, nr. 3, alene hvor ændringen medfører en udvidelse af den eksisterende indløsningsret. Yderligere fastslår dommen, at SL § 107, stk. 1, ikke finder anvendelse, hvor forøgelsen af forpligtelserne udspringer af et aftaleforhold, der ikke er mellem

aktionærerne og aktieselskabet. Selvom aktieselskabet i vedtægterne kræver indgåelsen af et aftaleforhold, falder det udenfor anvendelsesområdet for SL § 107, stk. 1. SL § 107 beskytter derved ikke minoriteten mod ændringer i aftaleforhold, men udelukkende hvor der er tale om egentlige vedtægtsændringer. Hvis en beslutning om en vedtægtsændring falder uden for anvendelsesområderne, vil de i stedet skulle vedtages efter SL § 106, stk. 1.

Vedtægtsændringer, der indebærer begrænsninger i stemmeretten, kræver ligeledes særligt kvalificeret majoritet af både de afgivne stemmer og den repræsenterede kapital på generalforsamlingen, jf. SL § 107, stk. 2, nr. 4. Selskabets vedtægter kan således indeholde bestemmelser, der begrænser aktionærernes mulighed for at udøve deres stemmeret, herunder i form af et stemmeloft.²¹⁹ Ligeretsgrundsætningen i SL § 45 udelukker ikke sådanne begrænsninger, selv om de medfører, at en aktionær med en betydelig aktieandel alene kan udøve en stemmevægt, der ligger væsentligt under aktieandelen.²²⁰

Baggrunden for at indføre et stemmeloft er ofte et ønske om at forhindre, at en enkelt aktionær opnår en dominerende indflydelse, hvilket navnlig ses i selskaber med andelslignende karakter. I selskaber med en spredt ejerkreds kan et stemmeloft dog samtidig medføre en styrkelse af ledelsens position.²²¹

Det skærpede majoritetskrav skal sikre en balance mellem hensynet til selskabets handlefrihed og beskyttelsen af minoritetsaktionærernes interesser. Aktionærer, der har stemt imod de vedtægtsændringer, som er nævnt i SL § 107, stk. 2, nr. 1-4 samt nr. 6 og 7, kan kræve deres aktier indløst af selskabet, jf. SL § 110, stk. 1.²²² Dette gælder for eksempel aktionærer, der har stemt imod et vedtaget forslag om indførelse af en omsættelighedsbegrænsning.

Som anført ovenfor i afsnit 4.1 under behandlingen af ligeretsgrundsætningen, indebærer SL § 107, stk. 3, at vedtægtsændringer der ændrer eller etablerer forskelle og forrykker retsforholdet mellem eksisterende aktieklasser, kan gennemføres med tilslutning fra 2/3 af den berørte aktieklasse. Dette gælder også aktionærer med stemmeløse aktier, uanset om disse er tillagt repræsentationsret.²²³ Ændringer i klasseforskellene er eksempelvis en forøgelse eller reduktion af stemmeretsforskelle.²²⁴ Herved fraviges udgangspunktet i SL § 45, hvorefter alle

²¹⁹ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 508

²²⁰ Gomard & Schaumburg-Müller, 2015, s. 407

²²¹ Krüger Andersen, 2021, s. 449

²²² Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 872

²²³ Ibid., s. 874

²²⁴ Schans Christensen, 2024, s. 143

aktier skal behandles lige, idet der ikke kræves samtykke fra samtlige aktionærer, hvis retsstilling forringes.²²⁵

Anvendelsesområdet for SL § 107, stk. 3, er imidlertid begrænset. Overskrides grænserne for 2/3-klassereglen, må man i stedet falde tilbage på udgangspunktet i SL § 45. I visse situationer vil indgrebs karakter være så vidtrækkende, at bestemmelsen i SL § 107, stk. 3, ikke kan anvendes, og hvorved der i stedet kræves samtykke fra samtlige aktionærer, hvis retsstilling forringes, i overensstemmelse med ligeretsgrundsætningen i SL § 45. Det kan ikke på forhånd fastlægges udtømmende, hvilke beslutninger der kræver en sådan individuel tiltrædelse. Generelt må det dog antages, at når en beslutning vedrører fordelingen af ejendomsretten til selskabsformuen, er der meget snævre grænser for anvendelsen af 2/3-klassereglen.²²⁶ Dette kan eksempelvis illustreres ved indførelse af en klassevis fortegningsret i et selskab, hvor en sådan ret ikke tidligere har været vedtægtsfastsat, jf. SL § 162, stk. 3. En sådan ændring vil være så indgribende, at den falder uden for anvendelsesområdet af SL § 107, stk. 3, og i stedet kræver samtykke efter SL § 45.²²⁷ Tilsvarende gælder ved skæv kapitalnedsættelse, som typisk vil udgøre et så vidtgående indgreb, at samtykke fra de berørte aktionærer må kræves efter § 45.²²⁸ Endvidere vil en ændring, hvorefter en eksisterende aktiekasse fratages sin stemmeret, eksempelvis ved at en B-klasse med reduceret stemmewægt fremover gøres helt stemmeløs, udgøre et så indgribende indgreb, at det ikke kan gennemføres med 2/3-klassereglen, men forudsætter samtykke fra samtlige berørte aktionærer.²²⁹

I teorien er der uenighed om forholdet mellem SL § 107, stk. 3, og SL § 45. *Schans Christensen* anfører, at bestemmelsen i SL § 107, stk. 3, er bredt formuleret og ikke indeholder udtrykkelige undtagelser, hvorfor anvendelsesområdet for SL § 45 i denne sammenhæng må anses for relativt snævert. Samtidig fremhæves det dog, at visse indgreb kan være så vidtgående, at den enkelte aktionærs samtykke alligevel må kræves, og at det ikke udtømmende kan fastlægges, hvilke situationer, der falder uden for bestemmelsen.²³⁰ Dette synspunkt står i kontrast til den opfattelse, hvorefter SL § 107, stk. 3, bør fortolkes snævert, således at der i tvivlstilfælde falder tilbage på ligeretsgrundsætningen i SL § 45 og krav om individuel tiltrædelse. Det må i den forbindelse antages, at praksis, herunder Erhvervsstyrelsens, vil være tilbageholdende med at

²²⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 519

²²⁶ Ibid., s. 520

²²⁷ Ibid., s. 393

²²⁸ Krüger Andersen, 2021, s. 276

²²⁹ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 393 f.

²³⁰ Schans Christensen, 2024, s. 143

se bort fra SL § 45, således at der i grænsetilfælde kræves samtykke fra de aktionærer, hvis retsstilling forringes. Vurderingen vil bero på en konkret afvejning af indgrebets karakter og intensitet.²³¹ En sådan forsigtig anvendelse understøttes også af bestemmelsens EU-retlige baggrund. Ligeretsprincippet er forankret i selskabsdirektivets art. 85, som ikke indeholder nogen særskilt undtagelse for forskydninger mellem aktieklasser og dette understøtter, at SL § 107, stk. 3, bør anvendes med tilbageholdenhed.²³² Bestemmelsen begrænser således flertallets adgang til at forringe en aktieklasses retsstilling. Dette gælder særligt i tilfælde, hvor formålet med forskydningen mellem aktieklasser er at svække en minoritets indflydelse.

SL § 107, stk. 1, udgør, som nævnt, en beskyttelse af aktionærernes individualrettigheder, som kan gøres gældende af den enkelte aktionær i kraft af dennes ejerstatus. I sådanne tilfælde opnår minoriteten den stærkest tænkelige beskyttelse, idet den enkelte aktionær tillægges en vetoet, uanset hvor stor en majoritet der i øvrigt måtte støtte beslutningen.²³³ SL § 107, stk. 2 og 3, udgør i sin helhed en central minoritetsbeskyttelsesregel, idet bestemmelsen beskytter minoriteten mod vedtægtsændringer, der forringer deres retsstilling eller pålægger dem nye forpligtelser ved samtidig at kræve et højt flertalskrav.

4.9 Generalklausulen for generalforsamlingsbeslutninger

Som anført, hjemler selskabsloven en lang række minoritetsbeskyttelsesregler og rettigheder givet til aktionærerne. Indførelsen af netop disse regler og rettigheder, betyder dog ikke, at lovgiver ikke kunne se behovet for yderligere minoritetsbeskyttelse og individualbeskyttelse i aktieselskaber. Lovgiver har derfor indsat en generalklausul for generalforsamlingsbeslutninger i SL § 108, hvor beslutninger der i øvrigt er gyldige efter lovens specifikke bestemmelser kan tilsidesættes.²³⁴ Bestemmelsen udgør både en minoritetsrettighed og en individualrettighed, da den kan påberåbes af én enkelt aktionær såvel som minoriteten.²³⁵ Denne generalklausul skal sikre beskyttelse i situationer, som netop ikke udtrykkeligt er reguleret, samt muliggøre videre retsudvikling.²³⁶

²³¹ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 491

²³² Werlauff & Søgaard, 2023, s. 394

²³³ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 67 f.

²³⁴ Ibid., s. 273

²³⁵ Krüger Andersen, 2021, s. 486

²³⁶ Ibid., s. 474

SL § 108 har følgende ordlyd:

“Der må på generalforsamlingen ikke træffes beslutning, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejeres eller kapitalselskabets bekostning.”

Generalklausulen indebærer en videreførsel af den hidtidige retstilstand fra den forhenværende aktieselskabslov § 80, der konsoliderede den almindelige grundsætning, som udsprang fra ældre retspraksis. I bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009, præciseres bestemmelsens ordlyd. Ved indførelsen af formuleringen “eller aktieselskabets bekostning” indebærer, at bestemmelsen beskytter selskabets interesser såvel som aktionærernes. Dette skyldes, at selskabets interesser ikke i alle tilfælde er identisk med aktionærernes, men hvor fordelene sker på aktieselskabets bekostning og aktionærerne derfor indirekte rammes.²³⁷ For at en beslutning opfylder “åbenbar”, skal der ifølge bemærkningerne være tale om en åbenbart urimelig udnyttelse af indflydelse. Ordene “egnet til” beror på en objektiv vurdering, hvilket indebærer, at det ikke er en betingelse, at forholdet subjektivt opfattes som utilbørligt. “Utilbørlig fordel” indebærer, at der utvetydigt skal foreligge urimelighed, og “fordel” medfører yderligere, at der skal være tale om en formueforskydning, som helt eller delvist sker uden modydelse.²³⁸ Bestemmelsen giver således både den enkelte aktionær såvel som minoritetsejere mulighed for at påberåbe sig sine rettigheder i tilfælde af majoritetsmisbrug. Yderligere kan den påberåbes uanset ejerandel og uagtet om aktierne er stemmeløse eller stemmebærende. Derved er bestemmelsen ikke alene en minoritetsbeskyttelse, men kan i princippet også blive påberåbt af en majoritetsaktionær.²³⁹

Som det fremgår af afsnit 2.5, har aktionærerne ikke en loyalitetspligt over for selskabet, hvorfor aktionærerne inden for vide rammer lovligt kan udøve deres stemmeret med henblik på at fremme egne interesser. Denne interessevaretagelse begrænses alene af SL § 108 i tilfælde af utilbørlig udnyttelse af stemmeretten.²⁴⁰

En forudsætning for at der er sket en krænkelse af generalklausulen i SL § 108 er, at der er truffet en egentlig generalforsamlingsbeslutning. Bestemmelsen omfatter derved ikke løse

²³⁷ U.2011B.1, Bunch & Schans Christensen, s. 2

²³⁸ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5460

²³⁹ Bunch & Corfixsen Whitt, 2018, s. 492

²⁴⁰ U.2017B.129, Gam Madsen & Hedegaard Kristensen, s. 2

meningsytringer eller lignende, men alene egentlige realitetsafgørelser vedrørende selskabets forhold.²⁴¹ Derudover kan der opstilles tre kriterier for brugen af generalklausulen.

Først skal der være tale om, at dispositionen skal foretages af den omfattede personkreds. Hertil skal der sondres mellem, hvem der er forpligtet og berettiget efter SL § 108. De forpligtede er alle aktionærer, der besidder stemmeret og medvirker til at beslutninger bliver truffet på generalforsamlingen. Pligtssubjektet kan variere efter de konkrete omstændigheder. Hvis beslutningen træffes af en fuldmægtig, der ikke er givet et bundet mandat, vil fuldmægtigen være omfattet af personkredsen, hvorimod en fuldmægtig med et bundet mandat ikke er pligtssubjekt. Ved et bundet mandat vil mandatgiveren være pligtssubjektet. I henhold til de berettigede efter bestemmelsen, og derved hvem der kan påberåbe sig beskyttelsen i SL § 108, er aktionærene i selskabet selvsagt rettighedssubjekter.²⁴² Beskyttelsen kan gøres gældende af enhver aktionær uafhængigt af dennes aktieandel, og hvorvidt der er knyttet stemmeret til denne.²⁴³

Ifølge det andet kriterium for anvendelsen af SL § 108, skal der være tale om opnåelse af en utilbørlig fordel, hvilket fremgår direkte af bestemmelsens ordlyd. Som allerede anført skal der klart foreligge en urimelighed. I den juridiske litteratur har der særligt været uenighed om, hvordan “fordel” skal forstås i denne kontekst. *Schans Christensen* åbner op for, at der ikke nødvendigvis udelukkende skal være tale om en økonomisk fordel, men at det kan diskuteres, om det også kan omfatte fordele såsom en styrket position i forhandlinger mellem aktionærene om fremtidigt samarbejde eller en eventuel opløsning af samarbejdet.²⁴⁴ Dog fastlægger forfatteren yderligere, at SL § 108 under alle omstændigheder forudsætter, at andre aktionærer eller selskabet påføres en form for skade eller ulempe.²⁴⁵ *Krüger Andersen* er mere direkte i sin fremstilling af begrebet “fordel” i bestemmelsen. Han anfører, at en fordel skal være tydelig og kunne anses som utilbørlig, hvilket eksempelvis er tilfældet, hvis den ikke er sagligt begrundet i hensyn til selskabets forhold.²⁴⁶ Bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009 indskrænker dog anvendelsesområdet ved at angive, at der skal være tale om en økonomisk fordel.²⁴⁷

²⁴¹ NTS 2018.13, Hvam & Ørgaard, s. 2

²⁴² Ibid., s. 4

²⁴³ Schans Christensen, 2024, s. 145

²⁴⁴ Ibid., s. 150

²⁴⁵ Ibid., s. 146

²⁴⁶ Krüger Andersen, 2021, s. 488

²⁴⁷ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5460

I dommen U 2006.1448 H spillede kriteriet om utilbørlig fordel en central rolle i vurderingen af, om der var tale om en generalforsamlingsbeslutning i strid med SL § 108. Selvom der i dommen var tale om et anpartsselskab, har dagældende anpartsselskabslov § 35 samme anvendelsesområde som den forhenværende aktieselskabslov § 80 og den nugældende SL § 108, hvorfor dommen ligeledes anses for relevant for aktieselskabers retsstilling.

I U 2006.1448 H havde et selskab (F) indgået en forpagtningsaftale i 1994 med et andet selskab (D). Aftalen indebar, at D bortforpagtede en restaurant til F indtil 1999. F var ejet af E1 og E2, og E2 var yderligere direktør for F. D var fuldt ud ejet af selskabet M, og E1 og E2 var indirekte ejere af D gennem M. Desuden var E1 også direktør for D. I 1995 indgik F og D en tillægsaftale til forpagtningsaftalen, hvortil F fik ret til at gennemføre bygningsændringer mod, at D refunderede halvdelen af de afholdte udgifter, samt en køberet, der indebar, at F kunne erhverve restauranten til en fastsat pris på 1,45 mio. kr. Dette tillæg blev underskrevet af E1 og E2. På den ordinære generalforsamling i M afholdt i 1997 blev det besluttet, at F i medfør af køberetten, der fulgte af tillægsaftalen, skulle købe anparterne i D. Denne beslutning blev anfægtet af E3, som ligeledes var indirekte minoritetssejer i D.

E3 påstod, at tillægget alene havde tilgodeset F, som E1 og E2 selv ejede, og at F, E1 og E2 derfor havde opnået en utilbørlig fordel på bekostning af E3. Hertil gjorde E3 gældende, at købesummen, som fulgte af køberetten, var langt under markedsværdien. Den kontante købesum udgjorde 1,06 mio. kr. Ifølge en skønsmandsvurdering var den fastsatte kontantværdi markant lavere end markedsprisen. Skønsmanden vurderede kontantprisen til at være 1,8 mio. kr. i 1995 og 3,6 mio. kr. i 1997. Yderligere gjorde E3 gældende, at F's ret til 50 % refusion for ændringer og forbedringer på bygningen gav F, E1 og E2 en utilbørlig fordel.

Højesteret fandt, at generalforsamlingsbeslutningen i 1997 var åbenbart egnet til at skaffe F, E1 og E2 en utilbørlig fordel på bekostning af D og E3. Beslutningen var derfor ugyldig, da den var i strid med den forhenværende anpartsselskabslov § 35. Højesteret lagde her vægt på, at skønserklæringen fastsatte den kontante værdi af D til 3,6 mio. kr. i 1997, men at den alene blev solgt for 1,06 mio. kr. kontant. Dette udgjorde en så stor prisforskel, at der var tale om en utilbørlig fordel.

Twisten angående tillægsaftalen vil blive behandlet i afsnit 4.10, da den blev vurderet efter dagældende anpartsselskabslov § 44 (lov nr. 371 af 13. juni 1973), der svarer til SL § 127.

Dommen illustrerer, at der foreligger en utilbørlig fordel efter SL § 108, når en hel eller delvis formueforskydning indebærer, at nogle interessenter begunstiges på bekostning af andre, som tilsvarende stilles ringere. Overdragelser langt under markedsværdi til personer eller selskaber, hvor beslutningstagerne har personlig interesse, udgør en sådan begunstigelse i strid med bestemmelsen. I dommen var SL § 108 således med til at beskytte en minoritetsaktionær, E3,

mod majoritetsmisbrug. Dommen fastslår dermed, at økonomiske fordele kan tilsidesættes efter bestemmelsen, men bidrager ikke til afklaringen af, hvorvidt også ikke-økonomiske fordele kan tilsidesættes.

Det tredje og sidste kriterium er et såkaldt saglighedskriterium, hvorefter en generalforsamlingsbeslutning, der opfylder de øvrige kriterier, ikke er i strid med SL § 108, hvis den kan henregnes som saglig. Dette udgør således en negativ betingelse, og udledes af retspraksis og litteratur snarere end bestemmelsens ordlyd.²⁴⁸ Som behandlet i afsnit 2.3 blev en generalforsamlingsbeslutning, som fastsatte en stram udbyttepolitik, ikke tilsidesat efter SL § 108 i dommen U 1985.183 H, da udbyttepolitikken sagligt kunne begrundes i selskabets konsolideringsbehov. Højesteret statuerede med dommen, at der med saglighedskriteriet gives et råderum for selskaber, da deres konkrete omstændigheder og strategier tages i betragtning, og såfremt disse er saglige, er der ikke risiko for at minoriteten kan statuere krænkelse efter SL § 108.

Ligeledes vurderede Højesteret i U 1991.180/2 H, hvorvidt en generalforsamlingsbeslutning kunne anses som saglig.

I U 1991.180/2 H var sagsøgerne to mindretalsaktionærer i selskabet Ringkjøbing Bank, der udgjorde sagsøgte. Sagen omhandlede en generalforsamlingsbeslutning, hvor det blev besluttet, at bestyrelsen kunne foretage en udvidelse af aktiekapitalen på op til 48 mio. kr. Kapitaludvidelsen skulle fordeles, så bestående aktionærer havde en fortegningsret for 28 mio. kr., 19 mio. kr. var uden fortegningsret og 1 mio. var medarbejderaktier. Beslutningen blev truffet med kvalificeret flertal, som fulgte af selskabets vedtægter. Selskabet ønskede således at gennemføre en rettet emission, dog uden en skævvridning mellem aktionærerne, da alle aktionærer var stillet lige i forhold til fortegningsretten. Sagsøgerne gjorde gældende, at denne generalforsamlingsbeslutning var i strid med den forhenværende aktieselskabslov § 80 (nu SL § 108).

Sagsøgerne gjorde også gældende, at generalforsamlingsbeslutningen var usaglig, da kapitaludvidelsen og fravigelse af fortegningsretten alene havde til formål at begrænse sagsøgernes og andre minoritetsaktionærers mulighed for at opnå en dominerende indflydelse i selskabet, eftersom en del af kapitaludvidelsen var uden fortegningsret. Tiltaget kunne derved ikke begrundes i at styrke selskabets kapitalgrundlag, som selskabet gjorde gældende. Det var ubestridt, at selskabets bestyrelse var bekendt med, at sagsøgerne var begyndt at opkøbe selskabets aktier, men sagsøgerne påstod at tiltagets formål var at udvande deres aktieandel og derved magt, da sagsøgerne inden tiltaget besad over 25 % af aktiekapitalen. Sagsøgerne gjorde

²⁴⁸ NTS 2018.13, Hvam & Ørgaard, s. 7

derfor gældende, at generalforsamlingsbeslutningen om bestyrelsens bemyndigelse var utilbørlig og i strid med aktieselskabsloven § 80.

Sagsøgte havde til støtte for sin påstand om frifindelse gjort gældende, at der blot var tale om en bemyndigelse, som ikke var udnyttet endnu, og at der derfor ikke var tale om en konkret generalforsamlingsbeslutning, som havde skadet sagsøgerne. Sagsøgte gjorde yderligere gældende, at deres tiltag havde et sagligt formål, hvortil de ønskede en bredere aktionærkreds, hvilket er almindeligt for et lokalt pengeinstitut, og at sagsøgernes systematiske indkøb truede denne struktur.

Højesteret stadfæstede landsrettens dom, der fastslog, at der ikke var grundlag for at tilsidesætte generalforsamlingsbeslutningen efter aktieselskabsloven § 80.

Højesteret tilsluttede sig dermed landsrettens afgørelse om, at sagsøgte ønske om lokal tilknytning og spredning af aktieandelene var saglige hensyn bag generalforsamlingsbeslutningen. Selvom Højesterets begrundelse var ganske kort, kan det alligevel udledes, at domstolene er særligt tilbageholdende med at tilsidesætte en generalforsamlingsbeslutning grundet misbrug, hvis der påberåbes krænkelse af forvaltningsmæssige beføjelser i stedet for økonomiske beføjelser.²⁴⁹ Ligeledes kan det udledes, at domstolene er tøvende med at tilsidesætte en beslutning, som er truffet med kvalificeret flertal. Dette kan begrundes med, at skærpede majoritetskrav i sig selv udgør en minoritetsbeskyttelse, der gør at generalklausulens anvendelsesområde indsnævres.²⁵⁰

Selvom retspraksis er begrænset, når det kommer til SL § 108, betyder det ikke, at den er uden praktisk betydning. Bestemmelsen fastslår, at der ikke må udøves majoritetsmisbrug, og i dette rummes i et vist omfang en præventiv effekt, ved at en minoritet kan true majoriteten med en retssag for at majoriteten ikke træffer beslutninger, der er åbenbart urimelige.²⁵¹ SL § 109 understøtter minoritetsbeskyttelse efter SL § 108 ved at give blandt andet minoriteten adgang til at få domstolsprøvet generalforsamlingsbeslutninger, der strider mod generalklausulen. SL § 109 sikrer således en effektiv håndhævelse af beskyttelsen mod utilbørlige dispositioner.

4.10 Generalklausulen for ledelsesbeslutninger

Udover generalklausulen i SL § 108 indeholder SL § 127, stk. 1, en tilsvarende regulering for selskabets ledelse. Bestemmelsen retter sig mod ledelsens dispositioner og indebærer, at

²⁴⁹ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 526

²⁵⁰ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2023, s. 822 f.

²⁵¹ Krüger Andersen, 2021, s. 491

ledelsen ikke må foretage dispositioner, der er åbenbart egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærer eller selskabets bekostning, jf. SL § 127, stk. 1, 1. pkt. De to generalklausuler sikrer dermed ved lov, at hverken generalforsamlingen eller de der repræsenterer selskabet, må handle i modstrid med selskabets interesser.²⁵² Begreberne “åbenbar”, “egnet til” og “utilbørlig fordel” skal forstås på tilsvarende måde, som anført i afsnit 4.9 om SL § 108. Generalklausulen i SL § 127, stk. 1, omfatter, i lighed med SL § 108, dispositioner, der kan være til skade for såvel minoritetsaktionærer som selskabet. Det skal bemærkes, at generalklausulerne ofte behandles samlet i litteraturen. Bestemmelserne er imidlertid ikke identiske, men der gælder i vidt omfang de samme overordnede hensyn og vurderinger, hvorfor der ved kriterierne for anvendelse af SL § 127 kan henvises til kriterierne anført i afsnit 4.9. Dette understøttes af, at bemærkningerne til lovforslag nr. 170 af 2009 ved SL § 127 henviser til bemærkningerne ved SL § 108.²⁵³

Selskabets ledelse er forpligtet til at undlade at efterkomme beslutninger fra eksempelvis generalforsamlingen, hvis der er tale om en ugyldig beslutning.²⁵⁴ Ledelsen må således ikke effektuere beslutninger truffet af generalforsamlingen eller andre selskabsorganer, når disse er i strid med lovgivningen eller selskabets vedtægter, jf. SL § 127, stk. 1, 2. pkt. Et ledelsesmedlem må tilsvarende ikke efterkomme instrukser fra en aktionær, hvis dette indebærer en tilsidesættelse af aktieselskabets vedtægter.²⁵⁵

Begrebet “medlemmerne af aktieselskabets ledelse” omfatter personer, der er registreret hos Erhvervsstyrelsen som medlemmer af bestyrelsen, tilsynsrådet eller direktionen, mens personer, der alene bærer en direktørtitel uden at være registreret som ledelsesmedlemmer, ikke er omfattet.²⁵⁶ Som anført i afsnit 4.9, kræver anvendelsen af generalklausulerne, at der er tale om et pligtsubjekt. Efter SL § 127 udgør pligtsubjektet ledelsesmedlemmer, der i fællesskab medvirker til, at en given disposition gennemføres.²⁵⁷

Retspraksis har betydning for vurderingen af, hvornår en disposition må anses for at indebære en utilbørlig fordel og dermed udgøre en krænkelse af SL § 127. I U 2006.1448 H tog Højesteret således stilling til, om bestemmelsen var overtrådt.

²⁵² Werlauff & Søgaard, 2023, s. 581

²⁵³ Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 2009-03-25, s. 5476

²⁵⁴ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 531

²⁵⁵ Ibid., s. 562

²⁵⁶ Ibid., s. 581

²⁵⁷ NTS 2018.13, Hvam & Ørgaard, s. 4

Højesterets dom U 2006.1448 H er omtalt ovenfor i afsnit 4.9 i forbindelse med generalklausulen i SL § 108. I relation til SL § 127 er det navnlig tillægsaftalen fra 1995, der er relevant. Aftalen blev indgået mellem selskabet F, ejet af E1 og E2, og selskabet D, hvori E1 og E2 ligeledes havde ejerinteresser, og blev underskrevet af E1 og E2 på begge sider af aftaleforholdet. Tillægsaftalen indebar blandt andet en køberet til en fastsat pris samt en ret for F til refusion af en del af forbedringsudgifterne fra D, hvor navnlig den aftalte købesum efterfølgende viste sig at ligge væsentligt under markedsværdien. E3, som var minoritets ejer i D, gjorde gældende, at tillægsaftalen var indgået uden hans kendskab og alene tilgodeså E1 og E2's egne interesser.

Højesteret stadfæstede landsrettens afgørelse og fandt, at tillægsaftalen var åbenbart egnet til at skaffe F og dermed E1 og E2 en utilbørlig fordel på bekostning af selskabet og minoriteten. Aftalen var derfor i strid med den dagældende anpartsselskabslovs § 44 (nu SL § 127) og blev anset for ugyldig.

Dommen illustrerer, at betingelsen i SL § 127 om en åbenbar og utilbørlig fordel aktualiseres, når ledelsen medvirker til dispositioner, der indebærer en væsentlig formueforskydning, tilsvarende dommens resultat i relation til SL § 108. Nyere retspraksis understøtter denne retstilstand. I Østre Landsrets dom i FED2020.270 blev en direktørs dispositioner i forbindelse med et salg til underpris tilsvarende anset for åbenbart egnede til at skaffe visse aktionærer en utilbørlig fordel på bekostning af øvrige aktionærer, hvilket medførte ansvar efter både SL §§ 127 og 108.

Anvendelsen af SL § 127 forekommer i praksis relativt sjældent.²⁵⁸ Dette bekræftes af Højesterets dom i U 1997.1358/2 H, hvor der ikke blev statueret overtrædelse af den dagældende aktieselskabslovs § 63 (nu SL § 127). Sagen angik en omstrukturering, hvor et aktieselskab blev omdannet til et andelsselskab, hvorefter minoritetsaktionærerne blev tvangsindløst. Højesteret lagde vægt på, at tvangsindløsningen var sagligt begrundet, navnlig i hensynet til at modvirke spekulative aktieopkøb i strid med formålene bag elforsyningslovgivningen, og fandt derfor ikke grundlag for at tilsidesætte dispositionerne.

Det er relevant at sammenholde ligeretsgrundsætningen i SL § 45 og generalklausulerne, idet deres anvendelsesområder ikke må sammenblandes. Som anført i afsnit 4.1 sikrer ligeretsgrundsætningen alene, at aktionærer i samme situation behandles ens. Generalklausulerne rækker videre, idet de indebærer en vurdering af, om en disposition medfører en utilbørlig begunstiggelse af enkelte aktionærer eller tredjemand på bekostning af

²⁵⁸ Ibid., s. 6

selskabet eller øvrige aktionærer. Generalklausulerne supplerer således ligeretsgrundsætningen ved også at omfatte situationer, som ikke nødvendigvis er udtryk for ulige behandling, men som alligevel indebærer en usaglig eller utilbørlig forskydning af værdier. Begge regelsæt må dog anvendes under hensyntagen til de lovfæstede majoritetsforskrifter.²⁵⁹

Sammenfattende yder både SL §§ 108 og 127 en beskyttelse for minoriteten over for majoritetsmisbrug. Alle nuancerne ved betingelserne for beskyttelsen er dog endnu ikke klart defineret, og mange problemstillinger vil afhænge af en konkret vurdering hos domstolene. Dette giver domstolene frihed ved afgørelserne, men gør det samtidig svært at forudsige udfaldet, hvilket kan have den effekt, at mange minoritetsaktionærer ikke rejser en omkostningsfuld retssag ved domstolene, selvom de har en stærk sag.²⁶⁰ Dog har den manglende konkretisering af bestemmelserne et formål, da de som andre generalklausuler, skal kunne favne bredt, og beskytte mod dispositioner, som lovgiver ikke på forhånd kan forudse.²⁶¹ På trods af usikkerheden om generalklausulernes rækkevidde yder de minoriteten en vis beskyttelse, idet de både giver adgang til domstolsprøvelse af mulige krænkelse og antages at have en præventiv effekt.

4.11 Adgang til at fravige minoritetsbeskyttelsen

Det er relevant at fastlægge i hvilket omfang, der er adgang til at fravige de beskyttelsesregler som selskabsloven tilsiger minoriteten. I denne sammenhæng er det nærliggende at sondre mellem positive og negative minoritetsrettigheder. Positive minoritetsrettigheder indebærer, at minoriteten kan kræve bestemte dispositioner gennemført i selskabet, mens negative minoritetsrettigheder giver minoriteten mulighed for at blokere bestemte beslutninger.²⁶² I retslitteraturen antages det, at minoriteten ikke på forhånd ved vedtægtsbestemmelser kan afskæres fra at gøre de positive minoritetsrettigheder gældende.²⁶³ Dette begrundes i, at de positive rettigheder har til formål at beskytte væsentlige aktionærinteresser.²⁶⁴ For så vidt angår de negative minoritetsrettigheder kan disse tillige ikke på forhånd afskæres for minoriteten, idet disse er udtryk for præceptive regler, som ikke kan fraviges i vedtægterne. Dette hænger sammen med, at vedtægterne udgør en del af selskabets retlige ramme og er bindende for såvel selskabet som alle aktionærer. Efter SL § 15 kan vedtægterne endvidere ikke indeholde

²⁵⁹ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 275

²⁶⁰ Ibid., s. 11

²⁶¹ Friis Hansen & Valdemar Krenchel, 2019, s. 531

²⁶² Schans Christensen, 2024, s. 192

²⁶³ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 191

²⁶⁴ Schans Christensen, 2024, s. 194

bestemmelser, der strider mod lovens præceptive regler. Dette understøttes med, at SL §§ 106 og 107 fastsætter præceptive minimumskrav til beslutninger truffet på generalforsamlingen.²⁶⁵ Det samme gælder for SL § 105, som er deklaratorisk i den forstand, at den kan skærpes i vedtægterne, men ikke lempes.²⁶⁶ Dog kan den enkelte minoritet som udgangspunkt gyldigt give afkald på beskyttelsen i den konkrete situation.²⁶⁷

Ejeraftaler er derimod underlagt aftalefrihed og reguleres af aftaleretten. Indholdsmæssigt er de ikke bundet af selskabslovens regulering på samme måde som vedtægterne, hvilket giver et videre spillerum for at aftale fravigelser af lovens udgangspunkt. En sådan fravigelse har imidlertid alene virkning mellem parterne og ikke i forhold til selskabet, hvorfor en aktionær fortsat kan handle i overensstemmelse med selskabsretten, men risikerer misligholdelsesansvar over for sine aftaleparter.²⁶⁸ Som følge heraf, kan minoriteten fravige eller give afkald på både de positive og negative minoritetsrettigheder. Eksempelvis taler litteraturen for, at rettighederne efter både SL §§ 70 og 73 kan fraviges som led i en samlet aftaleregulering mellem majoriteten og minoriteten, idet bestemmelserne må ses i sammenhæng som gensidige rettigheder i relation til indløsning.²⁶⁹ Beskyttelsen der følger af SL § 107, stk. 2, om retten til at modsætte sig beslutninger omfattet heraf, er en negativ minoritetsrettighed, som minoriteten kan give afkald på i en ejeraftale. Det skal dog angives, hvilke konkrete beslutninger opregnet i SL § 107, stk. 2, der gives afkald på. Ved fravigelse af minoritetsrettigheder i en ejeraftale bør det klart fastlægges, hvilke regler der fremover skal træde i stedet for den beskyttelse, som selskabsloven indeholder.²⁷⁰ Afkald på væsentlige minoritetsrettigheder i ejeraftaler vil dog kunne tilsidesættes efter aftalelovens almindelige regler, hvis det fremstår urimeligt eller ubalanceret.²⁷¹

Tilsvarende overvejelser gør sig gældende i relation til de almindelige selskabsretlige beskyttelsesprincipper, herunder ligeretsgrundsætningen og generalklausulerne. Ligeretsgrundsætningen anses som udgangspunkt for fravigelig, idet de aktionærer, hvis retsstilling forringes ved en given disposition, kan samtykke hertil uden at selskabsretten

²⁶⁵ Werlauff & Søgaard, 2023, s. 59

²⁶⁶ Betænkning nr. 1498 af 2008, s. 867

²⁶⁷ Schans Christensen, 2024, s. 195

²⁶⁸ Krüger Andersen, 2021, s.196 f.

²⁶⁹ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 191 ff.

²⁷⁰ Schans Christensen, 2024, s. 195

²⁷¹ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, 2026, s. 192

forhindrer dette.²⁷² Desuden kan vedtægterne lovligt fravige ligeretsgrundsætningen ved indførelse af aktieklasser, jf. SL § 45, 2. pkt.

Anderledes forholder det sig med generalklausulerne i SL §§ 108 og 127, som udgør en grundlæggende sikkerhedsventil mod misbrug. Det forekommer derfor mindre nærliggende, at en aktionær på forhånd gyldigt kan give afkald på retten til at påberåbe sig disse bestemmelser. Hvis alle aktionærer i den konkrete situation accepterer en disposition, der ellers ville kunne falde ind under generalklausulen, må de anses for ved deres samtykke at have opgivet muligheden for efterfølgende at påberåbe sig bestemmelsen.²⁷³ Dette viser, at adgangen til at fravige minoritetsbeskyttelsen i højere grad accepteres, når der foreligger et konkret og informeret samtykke, frem for et generelt afkald givet på forhånd.

Sondringen viser således, at mulighederne for at fravige den beskyttelse, som selskabsloven opstiller, i høj grad afhænger af, om reguleringen sker i vedtægterne eller i en ejerftale. Vedtægter er underlagt præceptive begrænsninger, mens ejerftaler tillader en mere vidtgående regulering, der alene binder aftalens parter. Tilsvarende kan ligeretsgrundsætningen som udgangspunkt fraviges ved samtykke, mens generalklausulerne i højere grad må anses for ufravigelige som et værn mod misbrug, dog således at også disse kan fraviges i den konkrete situation ved samtykke.

5. Konklusion

Dette kandidatspeciale har med afsæt i Himmerlandskød A/S' problemstilling behandlet minoritetsaktionærers retsstilling og omsættelighedsbegrænsninger i aktieselskaber.

I afsnit 2 er aktionærernes rettigheder samt spørgsmålet om aktionærernes pligter blevet behandlet. På denne baggrund kan det konkluderes, at navnlig de forvaltningsmæssige individualrettigheder giver aktionærer, herunder minoritetsaktionærer, mulighed for at varetage deres individuelle interesser og føre kontrol med ledelsens dispositioner, navnlig gennem deltagelse i generalforsamlingen, hvor minoriteten har mulighed for at få indflydelse på de beslutninger, der træffes. Minoriteten er yderligere sikret beskyttelse efter ligeretsgrundsætningen, idet individualrettighederne ikke kan fratages ved vedtægtsændringer uden samtykke fra den berørte minoritetsaktionær, jf. SL § 45.

²⁷² Werlauff & Søgaard, 2023, s. 390

²⁷³ Schans Christensen, 2024, s. 148

Selskabsloven yder endvidere minoriteten beskyttelse i relation til både udbytteretten og fortegningsretten ved kapitalforhøjelser, idet fravigelser og reguleringer af disse rettigheder er underlagt generalklausulerne i SL §§ 108 og 127 samt ligeretsgrundsætningen i SL § 45 med henblik på at forhindre utilbørlig begunstiging på bekostning af minoriteten.

Selskabsloven regulerer alene i begrænset omfang aktionærens pligter, hvorfor sådanne i praksis primært må fastlægges gennem vedtægter og ejerftaler. Samtidig må der udvises tilbageholdenhed med at pålægge aktionærer loyalitetsforpligtelser. Der er i denne forbindelse også rejst spørgsmålet om, hvorvidt manglende overholdelse af pligter kan medføre retsvirkninger over for den pågældende aktionær, navnlig i form af reduktion af udbytte, da dette er et relevant spørgsmål i henhold til Himmerlandskød A/S' problemstilling. Da både lovgivning og retspraksis kun i begrænset omfang behandler spørgsmålet, må retstilstanden dog fortsat anses for uafklaret, men specialets analyse af spørgsmålet peger i retning af, at det næppe er foreneligt med aktieselskabsformen.

Afsnit 3 har behandlet aktionærernes dispositions-mæssige rettigheder og de selskabsretlige begrænsninger, der kan knyttes hertil. Selvom selskabsloven indeholder en række udtrykkeligt regulerede omsættelighedsbegrænsninger, må disse ikke anses for udtømmende, hvorfor også andre begrænsninger kan etableres gennem vedtægter eller ejerftaler. På baggrund af selskabslovens udgangspunkt om fri omsættelighed efter SL § 48 og rammerne for de behandlede omsættelighedsbegrænsninger, der udgør de mest anvendte, må det udledes, at der dog er grænser for, hvor vidtgående omsættelighedsbegrænsningerne må være. Dette taler navnlig imod bindingsperioder, hvilket er et centralt element, der også udspringer af Himmerlandskød A/S' problemstilling. Dette skyldes, at en bindingsperiode reelt afskærer aktionæren fra at afhænde sine aktier i en periode, og en tilsvarende fastholdelse af aktionæren ses ikke i de øvrige omsættelighedsbegrænsninger. Dette vil derfor udgøre en væsentligt afvigelse fra udgangspunktet om fri omsættelighed. De lovbestemte omsættelighedsbegrænsninger er samtidig udformet under hensyntagen til minoritetsbeskyttelsen, herunder gennem krav om saglighed og beskyttelse mod overdragelser til urimelige priser. Dette understøttes endvidere af ligeretsgrundsætningen og generalklausulerne i SL §§ 45, 108 og 127, der generelt beskytter minoriteten mod usaglige eller utilbørlige indgreb, også gælder hvor omsættelighedsbegrænsninger ikke særskilt er reguleret i selskabsloven.

Afsnit 4 har slutteligt behandlet udvalgte minoritetsbeskyttelsesregler. Disse regler yder rettigheder til minoriteten, der har til formål at beskytte mod majoritetsmisbrug, hvilket er en sandsynlig risiko, grundet aktieselskabers flertalsprincip. Bestemmelserne om tvangsindløsning og indløsningsret i SL §§ 70 og 73 medfører væsentlige minoritetsbeskyttelsesregler. SL § 70 beskytter minoriteten ved at sikre, at majoritetens indløsning af minoriteten alene kan gennemføres, når majoriteten besidder mere end 9/10 af både kapitalen og stemmerne. Omvendt giver SL § 73 en meget lille minoritet, der har begrænset indflydelse, adgang til at kræve sig indløst af majoriteten. Hertil kommer også beskyttelse i form af reglerne om rimelig kursfastsættelse og adgang til vurdering ved skønsmand, ligesom retspraksis har understreget, at beskyttelsen efter SL § 70 ikke kan omgås gennem vedtægtsbestemte indløsningsregler efter SL § 107, stk. 2, nr. 3.

Bestemmelserne i SL §§ 89, stk. 3 og 76, stk. 3, styrker samlet minoritetens mulighed for effektivt at udøve sine individualrettigheder. Retten til at kræve fysisk generalforsamling sikrer minoriteten bedre muligheder for deltagelse, debat og kontrol end for eksempel en skriftlig beslutningsproces, mens adgangen til at kræve ekstraordinær generalforsamling giver minoriteten mulighed for hurtigere at få behandlet væsentlige spørgsmål, når behovet opstår.

Stemme-flertalsreglerne i SL §§ 106 og 107, stk. 2, udgør tilsvarende centrale minoritetsbeskyttelsesregler ved at sikre en balance mellem flertalsstyret og behovet for at beskytte minoriteten gennem krav om kvalificeret flertal ved særligt indgribende beslutninger. Kravene om henholdsvis dobbelt 2/3-flertal og 9/10-flertal indebærer således, at et mindretal af en vis størrelse kan forhindre vedtagelsen af beslutninger, der væsentligt påvirker minoritetens retsstilling. SL § 107, stk. 3, beskytter minoriteten mod forringelser af en aktieklasses retsstilling gennem krav om 2/3 tilslutning fra den berørte aktieklasse, mens ligeretsgrundsætningen i særligt indgribende tilfælde kan medføre krav om samtykke fra samtlige berørte aktionærer.

Enstemmighedskravet i SL § 107, stk. 1, sikrer minoriteten en betydelig beskyttelse i situationer hvor aktionærerne pålægges yderligere forpligtelser, hvilket gør bestemmelsen særlig relevant i relation til de underliggende selskabsretlige spørgsmål i Himmerlandskød A/S' problemstilling.

Specialet kan ligeledes konkludere, at de selskabsretlige grundprincipper, herunder ligeretsgrundsætningen i SL § 45 samt generalklausulerne i SL §§ 108 og 127, har en

gennemgående betydning for minoritetsbeskyttelsen og udgør centrale beskyttelsesprincipper i en lang række selskabsretlige situationer. Selvom ligeretsgrundsætningen i et vist omfang kan fraviges, herunder ved oprettelse af aktieklasser, bidrager principperne samlet til at beskytte minoriteten også i tilfælde, hvor selskabsloven ikke indeholder en udtrykkelig regulering. Generalklausulernes brede og skønsmæssige karakter kan dog skabe en vis usikkerhed for minoriteten i forhold til, i hvilke situationer bestemmelserne kan påberåbes. Ikke desto mindre udgør generalklausulerne et centralt værn mod usaglige eller utilbørlige dispositioner og samtidig har de en præventiv effekt ved at begrænse majoritetens mulighed for at tilsidesætte minoritetens interesser.

Minoritetens beskyttelse efter generalklausulen i SL § 108 understøttes endvidere af individualrettigheden i SL § 109, som giver minoriteten adgang til at få prøvet, og om nødvendigt tilsidesat generalforsamlingsbeslutninger, der overskrider de grænser, som blandt andet følger af den præceptive regel i SL § 108. SL § 109 er derved et vigtigt processuelt instrument i håndhævelsen af generalklausulen.

Adgangen til at fravige selskabslovens beskyttelsesregler afhænger i vidt omfang af, om reguleringen sker gennem vedtægter eller ejeraftaler, idet vedtægter er underlagt præceptive begrænsninger, mens ejeraftaler giver et videre aftalemæssigt råderum mellem parterne. Samtidig kan ligeretsgrundsætningen som udgangspunkt fraviges ved samtykke, hvorimod generalklausulerne i højere grad fungerer som værn mod misbrug.

Overordnet kan det konkluderes, at der særligt i relation til aktionærpligter og omsættelighedsbegrænsninger eksisterer et betydeligt aftalemæssigt og vedtægtsmæssigt råderum. Adgangen til at regulere sådanne forhold begrænses dog af blandt andet ligeretsgrundsætningen, generalklausulerne og de præceptive minoritetsbeskyttelsesregler, ligesom ejeraftaler alene har aftaleretlig virkning mellem aftalens parter og dermed ikke binder selskabet.

Herudover viser specialet, at selskabsloven yder minoritetsaktionærer såvel som de enkelte aktionærer en omfattende beskyttelse, ved at tildele en lang række individualrettigheder samt minoritetsrettigheder, der både kommer til udtryk gennem specifikke beskyttelsesregler og gennem de selskabsretlige grundprincipper.

6. Litteraturliste

Artikler:

Andersen, L. & Fleron Letoft, L. (1995). Beskyttelse af minoritetsaktionærernes interesser i forbindelse med vidtrækkende dispositioner, der ikke forelægges for GF. *Justitia, Årgang 18*, nr. 2.

Blume, P. (2020). *Retssystemet og juridisk metode* (4. udg.). Djøf Forlag.

Bunch, L., & Schans Christensen, J. (2011). Selskabets egeninteresse - navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler: [U.2011B.1]. *Ugeskrift for Retsvæsen*.

Fischer Hvam, S. & Ørgaard, A. (2018). De selskabsretlige generalklausuler: [NTS 2018.13]. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Årgang 2018*, nr. 1.

Gam Madsen, L. H. & Hedegaard Kristensen, L. (2017). Forskellen mellem selskabsretlige pligter og obligationsretlige misligholdelsesbeføjelser: [U.2017B.129]. *Ugeskrift for Retsvæsen*.

Nørgaard, O., Weber, S. & Langsted, P. (2013). Rettede emissioner til markedskurs som majoritetsmisbrug: [U.2013B.163]. *Ugeskrift for Retsvæsen*.

Werlauff, E. (2014). Fortegningsrettens omsættelighed: [U.2014B.33]. *Ugeskrift for Retsvæsen*.

Werlauff, E. (1985). Udsultning af minoritetsaktionærer: [U.1985B.193]. *Ugeskrift for Retsvæsen*.

Ørgaard, A. (2014). Om samtykke efter selskabslovens § 68: [NTS 2014.46]. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, Årgang 2014*, nr. 2.

Bøger:

Bunch, L. & Corfixsen Whitt, S. (2018). *Selskabsloven med kommentarer* (3. udg.). Karnov Group Denmark A/S.

D. Tvarnø, C. & Maria Denta, S. (2022). *Få styr på metoden! – Introduktion til juridisk metode og samfundsvidenskabelig projektmetode* (3. udg.). Ex Tuto Publishing A/S.

Evald, J. (2020). *Juridisk teori, metode og videnskab* (2. udg.). Djøf Forlag.

Friis Hansen, S. & Valdemar Krenchel, J. (2019). *Dansk selskabsret 2 - Kapitalselskaber* (5. udg.). Karnov Group Denmark A/S.

Friis Hansen, S. & Valdemar Krenchel, J. (2020). *Introduktion til dansk selskabsret I* (6. udg.). Karnov Group Denmark A/S.

Gomard, B. & Schaumburg-Müller, P. (2015). *Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde* (8. udg.). Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Krüger Andersen, P. (2021). *Aktie- og anpartsselskabsret: Kapitalselskaber* (15. udg.). Djøf Forlag.

L. Hansen, L. & Werlauff, E. (2022). *Den juridiske metode - en introduktion* (3. udg.). Djøf Forlag.

Lau Hansen, J. (2023). *Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten* (3. udg.). Djøf Forlag.

Munck, N. & Hedegaard Kristensen, L. (2014). *Selskabsformerne* (7. udg.). Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Munk-Hansen, C. (2021). *Den juridiske løsning: Introduktion til juridisk metode* (2. udg.). Djøf Forlag.

Munk-Hansen, C. (2022). *Retsvidenskabsteori* (3. udg.). Djøf Forlag.

Schans Christensen, J. (2024). *Kapitalselskaber - Aktie- og anpartsselskabsret* (7. udg.). Karnov Group Denmark A/S.

Schaumburg-Müller, P. (2020). *Kapitalselskaber: Aktie- og anpartsselskaber* (9. udg.). Djøf Forlag.

Schaumburg-Müller, P. & Lindencrone Petersen, L. (2023). *Selskabsloven med kommentarer: Bind I - §§ 1-152* (4. udg.). Djøf Forlag.

Schaumburg-Müller, P. & Lindencrone Petersen, L. (2026). *Vedtægter og ejerftaler med tjeklister og paradigmer* (5. udg.). Djøf Forlag.

Schaumburg-Müller, P. & Werlauff, E. (2008). *Werlauff's kommenterede aktieselskabslov* (3. udg.). Jurist- og Økonomforbundet.

Werlauff, E. & Søgaard, G. (2023). *Selskabsret* (12. udg.). Karnov Group Denmark A/S.

Domme:

FED2020.270	U 2003.233 Ø
SKM 2007.524 V	U 2006.1448 H
U 1981.262 H	U 2007.2546 Ø
U 1985.183 H	U 2012.1823 H
U 1991.180/2 H	U 2013.1730 H
U 1991.514 SH	U 2013.1739 H
U 1994.234 H	U 2013.2985 V

U 1997.1358/2 H

U 2020.2032 Ø

U 1999.1080 V

Vestre Landsrets dom af 7. februar 2002 (utrykt)

Love, betænkninger, bemærkninger og høringsnotater:

Bemærkninger til lovforslag nr. L 170 af 25. marts 2009 [selskabsloven]

Bemærkninger til lovforslag nr. L 171 af 31. januar 1973 [aktieselskabsloven]

Bemærkninger til lovforslag nr. L 282 af 9. juni 1982 [aktieselskabsloven]

Betænkning nr. 1498 af 2008 om Modernisering af selskabsretten

Folketingstidende 1972-73, tillæg A, lovforslag nr. L 171, sp. 4449

Lovbekendtgørelse 1973-06-13 nr. 371 om anpartsselskaber [anpartsselskabsloven]

Lovbekendtgørelse 2006-06-15 nr. 650 om anpartsselskaber [anpartsselskabsloven]

Lovbekendtgørelse 2025-03-20 nr. 331 om aktie- og anpartsselskaber [selskabsloven]

Økonomi- og Erhvervsministeriets høringsnotat af 19. marts 2009 vedrørende udkast til forslag til lov nr. 170 om aktie- og anpartsselskaber

7. Bilagsoversigt

Bilag 1	Samarbejdsaftale
Bilag 2	Procesafsnit
Bilag 3	Skærmpoint af antal anslag