

Regulering af omsættelighedsbegrænsninger i ejerftaler og vedtægter



Sofie Steiner Uldall

Studienummer: 20213571

Kandidatspeciale, Cand.jur., Aalborg Universitet

Titelblad

Dansk titel:	Regulering af omsættelighedsbegrænsninger i ejerftaler og vedtægter
Engelsk titel:	Regulation of Transfer Restrictions in Shareholders' Agreements and Articles of Association
Uddannelse:	Jura (cand.jur.), Juridisk Institut, Aalborg Universitet
Fagmodul:	Kandidatspeciale, 30 ECTS
Fagområde:	Selskabsret
Forfatter:	Sofie Steiner Uldall (studienummer: 20213571)
Vejleder:	Gitte Søgaard
Antal anslag:	128.502, jf. bilag 1 for dokumentation
Afleveringsdato:	Den 12. maj 2026

Indholdsfortegnelse

Abstract	5
1. Introduktion	6
1.1. Indledning.....	6
1.2. Problemformulering.....	7
1.3. Afgrænsning.....	7
2. Metode og kilder	8
2.1. Metodeafsnit.....	8
2.2. Kilder.....	9
2.2.1. Lovgivning og lovforklning.....	9
2.2.2. Praksis.....	10
2.2.2.1. Retspraksis.....	10
2.2.2.2. Administrativ praksis og ankenævnspraksis.....	11
2.2.3. Retslitteratur.....	11
2.2.4. Vejledninger.....	11
3. Omsættelighedsbegrænsninger	12
3.1. Indledende bemærkninger.....	12
3.2. Udgangspunktet om fri omsættelighed, jf. SL § 48.....	13
3.3. Forkøbsret.....	13
3.4. Køberet.....	19
3.5. Samtykkeklausuler.....	20
3.6. Medsalgsklausuler.....	21
3.7. Ejerloft.....	22
3.8. Indløsningsregler.....	22
3.9. Sammenfattende bemærkninger.....	27
4. Ejeraftaler	28
4.1. Indledende bemærkninger.....	28

4.2. Begreb og funktion	28
4.3. Fortolkning af ejeraftaler	30
4.4. Tilsidesættelse af ejeraftaler	30
4.4.1. Urimelighed efter AFTL § 36	30
4.4.2. Forudsætningslæren.....	32
4.4.3. Retsvirkningen af en ugyldig ejeraftale.....	33
4.5. Misligholdelse af ejeraftaler	34
4.5.1. Naturalopfyldelse.....	35
4.5.2. Erstatning.....	35
4.5.3. Konventionalbod	35
4.5.4. Ophævelse	35
4.6. Sammenfattende bemærkninger.....	36
5. Vedtægter	37
5.1. Indledende bemærkninger.....	37
5.2. Vedtægternes indhold.....	37
5.3. Fortolkning af vedtægter.....	39
5.4. Vedtægtsændringer.....	40
5.5. Ugyldige vedtægtsbestemmelser	41
5.5.1. Formel og materiel ugyldighed.....	41
5.5.2. Tilsidesættelse af en vedtægtsbestemt pris eller vilkår, jf. SL § 67, stk. 1, 2. pkt.	42
5.6. Sammenfattende bemærkninger.....	43
6. Forholdet mellem ejeraftaler og vedtægter.....	43
6.1. Indledende bemærkninger.....	43
6.2. Det selskabsretlige hierarki	43
6.3. Retsvirkningerne af SL § 82.....	45
6.3.1. Retsvirkninger for selskabet.....	46
6.3.2. Retsvirkninger for generalforsamlingen.....	47
6.3.3. Retsvirkninger for erhververe af kapitalandele	47
6.4. Sammenkædning af ejeraftaler og vedtægter.....	49

6.5. Hensyn ved valg af reguleringsform	51
6.5.1. Indgåelse og ændring	51
6.5.2. Offentlighed	51
6.5.3. Reguleringsfrihed.....	52
6.5.4. Fortolkning.....	53
6.5.5. Håndhævelse	53
6.6. Sammenfattende bemærkninger.....	54
7. Hvor bør omsættelighedsbegrænsninger reguleres - i ejerftaler og/eller vedtægter?.....	55
7.1. Forkøbsret.....	55
7.2. Køberet.....	57
7.3. Samtykkeklousuler.....	58
7.4. Medsalgsklausuler	59
7.5. Ejerloft	61
7.6. Indløsningsregler	62
7.7. Sammenfattende bemærkninger.....	63
8. Konklusion	63
Litteraturliste.....	66
Bilag 1: Samlet antal anslag	69

Abstract

The free transferability of shares constitutes a fundamental principle of company law, reflecting and safeguarding the shareholders' rights to freely dispose of their shareholdings. In practice, however, a need may arise to derogate from this default position, in particular in order to ensure control over the shareholder base and to maintain a closed or restricted ownership structure. Such a derogation may be achieved through transfer restrictions, thereby limiting the shareholders' ability to freely dispose of their shares.

Transfer restrictions may be regulated in the company's articles of association and in shareholders' agreements. The choice of regulatory instrument is, however, not merely a matter of contractual technique, but has significant implications for the legal enforceability, binding effect, and mechanisms of enforcement of such transfer restrictions.

This issue has become particularly relevant following the introduction of Section 82 of the Danish Companies Act in connection with entry into force of the Companies Act on the 1st of March 2010. Pursuant to this provision, shareholders' agreements are not binding on the company or on resolutions adopted by the general meeting. The provision thus reinforces the legal distinction between company law regulation through the articles of association and contractual regulation through shareholders' agreements. Whereas the articles of association form part of the company's constitutional framework and are accorded corporate legal effect, shareholders' agreements constitute private law contracts that are binding only between the shareholders. The choice of regulatory form thereby has a direct impact on the practical effectiveness of transfer restrictions and the extent to which the composition of the ownership structure can be effectively controlled.

The introduction of section 82 of the Danish Companies Act, which sharpens the distinction between company law regulation and contractual regulation, gives rise to an examination of the regulation of transfer restrictions in shareholders' agreements and articles of association, as well as the legal effects associated with the choice of regulatory instrument.

1. Introduktion

1.1. Indledning

Kapitalandelenes frie omsættelighed udgør et grundlæggende princip i selskabsretten, og varetager hensynet til kapitalejernes ret til frit at disponere over deres kapitalandele. I praksis kan der imidlertid opstå et behov for at fravige dette udgangspunkt, hvilket navnlig kan være begrundet i hensynet til at sikre kontrol med ejerkredsen og bevare en afgrænset ejerstruktur. En sådan fravigelse kan ske ved indførelse af omsættelighedsbegrænsninger, hvorved kapitalejernes ret til frit at disponere over deres kapitalandele begrænses.

Omsættelighedsbegrænsninger kan reguleres i såvel ejeraftaler som i selskabets vedtægter. Valget af reguleringsform har imidlertid væsentlig betydning for omsættelighedsbegrænsningernes retlige gennemslagskraft, bindende virkning og håndhævelsesmuligheder.

Denne problemstilling er navnlig blevet relevant efter indførelsen af selskabslovens § 82 i forbindelse med selskabslovens ikrafttræden den 1. marts 2010. Efter bestemmelsen er ejeraftaler ikke bindende for selskabet eller de beslutninger, der træffes af generalforsamlingen. Bestemmelsen skærper dermed den retlige sondring mellem selskabsretlig regulering gennem vedtægterne og aftaleretlig regulering gennem ejeraftaler. Hvor vedtægterne udgør en del af selskabets retsgrundlag og tillægges selskabsretlig virkning, er ejeraftaler privatretlige aftaler, der alene har virkning inter partes mellem kapitalejerne. Valget af reguleringsform får dermed direkte betydning for omsættelighedsbegrænsningernes praktiske effektivitet og reelle mulighed for at kontrollere ejerkredsens sammensætning.

Indførelsen af selskabslovens § 82, hvorefter sondringen mellem selskabsretlig og aftaleretlig regulering skærpes, giver anledning til at undersøge reguleringen af omsættelighedsbegrænsninger i ejeraftaler og vedtægter samt de retsvirkninger, der knytter sig til valget af reguleringsform. Dette giver anledning til nedenstående problemformulering.

1.2. Problemformulering

Med henblik på at undersøge de ovenfor identificerede problemstillinger vil specialets problemstilling i det følgende blive præciseret.

Nærværende speciale har til formål at besvare nedenstående problemformulering:

I hvilket omfang kan/skal omsættelighedsbegrænsninger reguleres i ejerftaler og/eller vedtægter, og hvilke retsvirkninger har valget af reguleringsform for selskabet og kapitalejerne.

1.3. Afgrænsning

Af hensyn til specialets omfang og for at sikre et analytisk fokus, foretages der i det følgende en række afgrænsninger inden for specialets emneområde.

Specialet behandler alene danske, små og mellemstore kapital­selskaber. Der forefindes ikke nogen entydig definition af, hvornår en virksomhed kan karakteriseres som henholdsvis lille eller mellemstor, men i nærværende speciale forstås begrebet som selskaber, der er karakteriseret ved en begrænset ejerkreds, og hvor kapitalejerne har tætte personlige eller forretningsmæssige relationer til hinanden. Store selskaber og børsnoterede selskaber behandles således ikke, idet de er underlagt en række særlige reguleringsmæssige forhold, der falder uden for specialets retlige undersøgelsesramme.

Specialet afgrænses til alene at behandle kapital­selskaber, hvorfor andre selskabsformer ikke vil blive behandlet. På trods af, at begrebet »kapital­selskaber« i specialet anvendes i overensstemmelse med selskabslovens definition som en samlebetegnelse for aktieselskaber, anpartsselskaber og partnerselskaber afgrænses nærværende speciale til alene at behandle aktie- og anpartsselskaber. Selv om der foreligger en række fællestræk for disse tre selskabsformer, bevirker partnerselskabets særlige selskabsstruktur, herunder opdelingen af selskabsdeltagerne i henholdsvis komplementarer og kommanditister, at der opstår en række særskilte problemstillinger i relation til ejerftaler i sådanne selskaber. Disse problemstillinger adskiller sig fra aktie- og anpartsselskaber og medfører, at en sammenligning næppe vil være hensigtsmæssigt.

Specialet afgrænses ligeledes fra at behandle de skatteretlige konsekvenser af omsættelighedsbegrænsninger i ejerftaler og vedtægter. Der afgrænses også fra konkurrenceklausuler, idet disse rejser særskilte retlige problemstillinger, der falder uden for specialets retlige ramme. Ligeledes vil corporate governance og ejerftaler med medarbejderaktionærer heller ikke blive behandlet. Der afgrænses endvidere som udgangspunkt fra stemmebindingsaftaler, stemmelofter og stemmeretsoverdragelse, idet specialet alene behandler overdragelse og anden overgang af kapitalandele, og som udgangspunkt ikke behandler de eventuelle virkninger heraf for de forvaltningsmæssige beføjelser, der knytter sig til kapitalandelene.

2. Metode og kilder

I det følgende redegøres der for specialets metodiske grundlag, herunder metodevalget samt for udvælgelsen af de kilder, der inddrages til at belyse specialets problemformulering. Formålet med redegørelsen er at klarlægge det kildemæssige grundlag for analysen af specialets problemformulering og herved sikre metodisk gennemsigtighed samt faglig legitimitet for specialets analyser og konklusioner. Det skal i denne forbindelse bemærkes, at der alene vil blive gennemgået retskilder af relevans for specialets problemformulering, der vil således ikke blive foretaget en generel gennemgang af alle retskilder.

2.1. Metodeafsnit

I specialet anvendes den retsdogmatiske metode, som har til formål at analysere og beskrive gældende ret (de lege lata) inden for et givet retsområde.¹ Gældende ret kan i almindelighed beskrives som summen af de regler, der finder anvendelse på et område, som er underlagt retlig regulering.² Med andre ord kan gældende ret kan i almindelighed fastlægges som den retlige norm, som en instans, der foretager en retlig disposition, for eksempel træffer en afgørelse, tillægger betingende betydning for den foretagne disposition.³

¹ Munk-Hansen, C., Retsvidenskabsteori, 3. udgave, DJØF Forlag, 2012, s. 211 [herefter benævnt Munk-Hansen, Retsvidenskabsteori]

² Blume, P., Retssystemet og juridisk metode, 4. udgave, DJØF Forlag, 2020, s. 46

³ Ibid., s. 48

Den retsdogmatiske metode anvendes, idet specialets formål er at fastlægge gældende ret vedrørende regulering af omsættelighedsbegrænsninger, herunder belyse retsvirkningerne af valget af reguleringsform for selskabet og kapitalejerne.

2.2. Kilder

Specialet anvender de retskilder, der er relevante at inddrage som led i den retsdogmatiske metode, til at analysere og beskrive gældende ret. Udvælgelsen af de retskilder, der er relevante for at belyse specialets problemformulering, tager udgangspunkt i den traditionelle retskildelære. I henhold til den traditionelle retskildeforståelse forefindes fire typer af retskilder: loven, retspraksis, sædvane og forholdets natur.⁴ I det følgende vil loven og retspraksis blive gennemgået, da de to retskildegrupper er af relevante for specialets problemformulering.

2.2.1. Lovgivning og lovfortolkning

Specialets problemformulering angår et lovreguleret retsområde, hvorfor der tages udgangspunkt i den relevante lovgivning med henblik på at analysere og beskrive gældende ret.

Den lov, der hovedsageligt behandles, er lov nr. 470 af den 12. juni 2009 med senere ændringslove, som er administrativt sammenskrevet i lovebekendtgørelsen nr. 331 af den 20. marts 2025 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) [herefter SL ved paragrafhenvvisninger]. Foruden selskabsloven inddrages ligeledes lov nr. 242 af den 8. maj 1917 med senere ændringslove, som er administrativt sammenskrevet i lovebekendtgørelse nr. 193 af den 2. marts 2026 om aftaler og andre retshandler på formuerettens område (aftaleloven) [herefter AFTL ved paragrafhenvvisninger]. Fra aftaleloven behandles primært § 36.

Ved fortolkning af lovenes bestemmelser tages der udgangspunkt i en ordlydsfortolkning, hvorefter fortolkning sker i overensstemmelse med en almindelig sproglig forståelse af ordenes betydning.⁵ Hvor lovens bestemmelser forekommer uklare, anvendes en subjektiv fortolkning, hvorved forarbejderne til loven inddrages med henblik på at opnå indsigt i lovgivers intention og formål.⁶ De konkrete forarbejder, der inddrages i specialet, er betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af

⁴ Munk-Hansen, Retsvidenskabsteori, s. 201

⁵ L. Hansen, L.; Werlauff, E.; Lindenchrone Petersen, L., Den juridiske metode – en introduktion, 3. udgave, DJØF Forlag, 2022, s. 175

⁶ Munk-Hansen, C., Retsvidenskabsteori, 3. udgave, DJØF Forlag, 2012, s. 312

selskabsretten. Betænkningen er udarbejdet af Udvalget til modernisering af den danske selskabslovgivning [herefter Moderniseringsudvalget]. Derudover inddrages lovforslag nr. 170 til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), der blev fremsat den 25. marts 2009 af økonomi- og erhvervsministeren. Af lovforslaget anvendes hovedsageligt bemærkningerne til de lovbestemmelser, der findes relevante for specialets problemformulering.

Det bemærkes, at selskabsloven implementerer en række EU-direktiver, herunder Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2012/30/EU af 25. oktober 2012 om samordning af medlemsstaternes lovgivning om aktieselskaber [herefter EU's kapitaldirektiv 2012/30], der er kodificeret i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2017/1132 af 14. juni 2017 om visse aspekter af selskabsretten (kodifikation) [herefter selskabsdirektivet].⁷ I specialet inddrages alene direktiver, der er implementeret i selskabsloven, i det omfang det findes relevant for specialets problemformulering. Det lægges til grund herfor, at selskabsloven skal fortolkes direktivkonformt inden for direktivets anvendelsesområde, hvilket indebærer, at de nationale domstole er forpligtet til at anvende og fortolke bestemmelserne i selskabsloven i overensstemmelse med de bagvedliggende EU-direktiver.⁸

2.2.2. Praksis

I specialet inddrages både retspraksis, administrativ praksis og nævnspraksis for at belyse problemformuleringen.

2.2.2.1. Retspraksis

Retspraksis inddrages, idet domstolene udøver en lovfortolkende og retsskabende virksomhed.⁹ Domstolenes fortolkning og anvendelse af retsreglerne kan derfor siges at være udtryk for, hvad der bør anses som gældende ret.

Ved anvendelsen af retspraksis iagttages dommens præjudikatværdi. Dommens præjudikatværdi vurderes under hensyntagen til: 1) hvilken instans, der har afsagt dommen, 2) om præmisserne er konkrete eller generelle, 3) dommens alder og 4) om dommen er afsagt med dissens.¹⁰ I specialet

⁷ Werlauff, E.; Søgaard, G., Selskabsret, 12. udgave, Karnov Group, 2023, s. 65 ff. [herefter Werlauff & Søgaard, Selskabsret]

⁸ Munk-Hansen, Retsvidenskabsteori, s. 290 f.

⁹ Ibid., s. 333

¹⁰ Ibid., s. 341 ff.

anvendes retspraksis fra landsretterne og Højesteret. Da Højesteret er den øverste retsinstans, vil domme afsagt af Højesteret blive tillagt mere vægt end domme afsagt af landsretterne.

2.2.2.2. Administrativ praksis og ankenævnspraksis

I specialet inddrages administrativ praksis fra Erhvervsstyrelsen samt ankenævnspraksis fra Erhvervsankenævnet. Det bemærkes, at hverken administrativ praksis eller ankenævnspraksis er bindende for domstolene, hvorfor sådanne afgørelser som udgangspunkt tillægges begrænset retskildemæssig værdi.¹¹ De kan imidlertid udgøre et væsentligt fortolkningsbidrag, navnlig på retsområder, hvor tvister typisk afgøres ved voldgift, hvorfor disse inddrages i specialet.

2.2.3. Retslitteratur

Det skal bemærkes, at retslitteratur ikke udgør en egentlig retskilde i den traditionelle retskildelæres forstand, idet forfatteren ikke har legitimitet til at fastlægge ret.¹² Retslitteratur inddrages i specialet med det formål at bidrage til forståelsen og fortolkningen af gældende ret under iagttagelse af, at retslitteraturen ikke udgør en egentlig retskilde, hvorpå der kan støttes ret.

2.2.4. Vejledninger

For så vidt angår vejledninger bemærkes det, at disse ikke udgør egentlige retskilder. Vejledninger indeholder typisk en beskrivelse af de gældende regler og udtrykker myndighedens retsopfattelse og forvaltningens praksis.¹³ Af denne grund kan de være relevante at inddrage, idet de kan bidrage til forståelsen af gældende ret. I specialet inddrages således Erhvervsstyrelsens vejledning om ejerftaler (aktionæroverenskomster) af 1. juli 2010 og Erhvervsstyrelsens vejledning om ledelses-, revisor- og vedtægtsændringer af 3. september 2023.

¹¹ Ibid., s. 351 f. og s. 358

¹² Ibid., s. 397

¹³ Ibid., s. 362

3. Omsættelighedsbegrænsninger

3.1. Indledende bemærkninger

Omsættelighedsbegrænsninger udgør et centralt selskabsretligt instrument til at regulere overdragelser eller anden overgang af kapitalandele. En omsættelighedsbegrænsning er en begrænsning i en kapitalejers ret til at omsætte sine kapitalandele.¹⁴

En kapitalejers rettigheder kan kategorisk inddeles i tre typer af beføjelser: forvaltningsmæssige, økonomiske og dispositionsmæssige beføjelser. De forvaltningsmæssige beføjelser angår retten til at udøve indflydelse på selskabets forvaltning; de økonomiske beføjelser angår retten til andel i selskabets formue og afkastet heraf; og de dispositionsmæssige beføjelser angår en kapitalejers ret til at omsætte sine kapitalandele.¹⁵ Omsættelighedsbegrænsninger begrænser således en kapitalejers dispositionsmæssige beføjelser. Omsættelighedsbegrænsninger kan overordnet reguleres på tre måder: i selskabsloven, i ejeraftaler og/eller i selskabets vedtægter. Selskabsloven er naturligvis uden for kapitalejernes rækkevidde, hvorfor ejeraftaler og vedtægterne står tilbage som mulige reguleringsformer.

Selskabsloven opregner tre former for omsættelighedsbegrænsninger: forkøbsret, jf. § 67, samtykke til overgang, jf. § 68, indløsning, jf. § 69 og ejerlofter, jf. § 107, stk. 2, nr. 2 forudsætningsvis. Selskabslovens opregning er imidlertid ikke udtømmende, hvorfor anvendelsen af andre former for omsættelighedsbegrænsninger, herunder køberettigheder og medsalgsklausuler, ikke er udelukket. Det skal bemærkes, at indløsning også er at betragte som en omsættelighedsbegrænsning blandet andet fordi en vedtægtsbestemt indløsningsregel kan være udformet således, at den udløses ved en kapitalejers ønske om at afhænde sine kapitalandele. Herved anvendes selskabets indløsning i stedet for en forkøbsret for de øvrige kapitalejere.¹⁶ På denne måde virker indløsningsreglerne som begrænsninger i kapitalandelenes omsættelighed, hvorfor sådanne medtages i den følgende gennemgang af omsættelighedsbegrænsningerne.

Nærværende kapitel har til formål at redegøre for de hyppigst forekommende typer af omsættelighedsbegrænsninger, herunder forkøbsrettigheder, køberettigheder, samtykkeklousuler,

¹⁴ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 357

¹⁵ Ibid., s. 411

¹⁶ Ibid., s. 357 f.

medsalgsklausuler, ejerlofter, og indløsningsregler. Gennemgangen af disse omsættelighedsbegrænsninger indledes med en analyse af det selskabsretlige udgangspunkt om kapitalandelenes frie omsættelighed, hvorefter de enkelte omsættelighedsbegrænsninger behandles særskilt.

3.2. Udgangspunktet om fri omsættelighed, jf. SL § 48

Såfremt der ikke er fastsat begrænsninger i kapitalandelenes omsættelighed, hverken i vedtægterne eller i ejeraftaler, finder selskabslovens udgangspunkt om kapitalandelenes frie omsættelighed anvendelse. Udgangspunktet følger af SL § 48, der har følgende ordlyd:

”Kapitalandele er frit omsættelige og ikke indløselige, medmindre andet følger af lovgivningen.

Stk. 2. Kapitalandele kan udstedes på navn. Vedtægterne kan i så fald fastsætte begrænsninger i omsætteligheden eller bestemmelser vedrørende indløsning.”

På baggrund af bestemmelsens ordlyd kan det fastslås, at kapitalandele er frit omsættelige, i det omfang omsætteligheden ikke er begrænset af lovgivningen.

Den frie omsættelighed indebærer, at en kapitalejer som udgangspunkt frit kan disponere over sine kapitalandele uden krav om samtykke fra selskabet eller de øvrige kapitalejere. Kapitalejerne har dermed ingen kontrol med, hvem der indtræder i ejerkredsen, og de må således tåle, at en ny kapitalejer indtræder i ejerkredsen uden deres accept. For selskabet indebærer den frie omsættelighed, at det har ret og pligt til at notere et ejerskifte i selskabets ejerbog, hvis der ikke efter vedtægterne er noget til hinder for erhvervelsen, jf. SL § 53. Ved overdragelse af kapitalandele skal kapitalejeren underrette kapitalandselskabet om ejerskiftet senest 2 uger efter, at ejerskiftet er sket, jf. SL § 53, stk. 1.

3.3. Forkøbsret

En forkøbsret er en ret for en eller flere eksisterende kapitalejere til at købe kapitalandele før tredjemand i tilfælde af salg.¹⁷ Forkøbsretten har til formål at sikre kontrol med ejerkredsen og

¹⁷ Det skal bemærkes, at forkøbsretten konstituerer en ret, men ikke en pligt, for den/de berettigede.

beskytte denne mod uønskede ændringer.¹⁸ Forkøbsretten kan siges at have karakter af en kontrolfunktion, idet den har til formål at forhindre uønskede overdragelser eller anden overgang.

En forkøbsret kan forekomme i forskellige varianter, herunder i form af en såkaldt kuvertklausul eller en musefældeklauseul. Ved kuvertklausulen afgiver hver kapitalejer sit bud på de øvrige kapitalejeres kapitalandele i selskabet, og den højestbydende kapitalejer overtager selskabet. Ved musefældeklauseulen (også betegnet pingpong klausul) tillægges hver af de typisk to kapitalejere i et selskab en ret til at fremsætte tilbud om erhvervelse af den anden kapitalejeres kapitalandele til en samtidigt angivet kurs. Tilbudsmottageren kan herefter vælge enten at acceptere tilbuddet og dermed overdrage sine kapitalandele til den angivne kurs, eller omvendt vælge selv at erhverve tilbudsgiverens kapitalandele til den angivne kurs.¹⁹

En forkøbsret udløses, når der foreligger et konkret købstilbud fra tredjemand og ikke blot ved forhandling om salg, medmindre andet følger af den konkrete bestemmelse.²⁰ Dette blev fastslået i U 2009.3022 H (Scotwork), der omhandlede en uberettiget ophævelse af en licensaftale. Sagsøgte havde ophævet licensaftalen under henvisning til, at sagsøgeren havde misligholdt forkøbsretten ved at indlede forhandlinger om salg med tredjemand uden forudgående underretning til sagsøgte. Landsretten²¹ anførte i præmisserne, at:

”Det forhold, at sagsøgeren havde indledt forhandlinger med [tredjemand] om dennes mulige køb af virksomheden, indebærer således ingen pligt for [overdrageren] til at underrette [den forkøbsberettigede] med tilbud om at købe virksomheden.”

Det kan udledes af ovenstående præmis, at overdrageren først er forpligtet til at underrette den forkøbsberettigede kapitalejer med tilbud om udnyttelse af forkøbsretten, når der foreligger et konkret købstilbud. Forhandlinger om salg medfører således ikke, at forkøbsretten udløses. Landsretten bemærkede endvidere:

¹⁸ Schans Christensen, J., Selskabsloven med kommentarer, 2. udgave, Karnov Group, 2024, s. 361 [herefter Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer]

¹⁹ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 365

²⁰ Ibid., s. 361 f.

²¹ For Højesteret anerkendte de sagsøgte, at ophævelsen var uberettiget, hvorfor sagen i denne instans alene drejede sig om erstatningsudmålingen. Af denne grund lægges landsrettens præmisser til grund, selv om sagen har været behandlet i Højesteret.

”Efter bevisførelsen finder landsretten det ikke godtgjort, at der var indgået en aftale mellem [overdrageren] og [tredjemand], at [overdrageren] havde givet et bindende tilbud, eller at der lå et tilbud fra [tredjemand], som [overdrageren] agtede at acceptere, hvorfor [overdrageren] ikke findes at have misligholdt [forkøbsretten]”

Af landsrettens præmis kan det udledes, hvilke momenter der kan indgå i vurderingen af, om forkøbsretten er udløst, og dermed hvornår overdrageren er forpligtet til at underrette den forkøbsberettigede herom. Det følger af præmisserne, at forkøbsretten anses for udløst, når der foreligger et konkret tilbud. Et sådant tilbud foreligger enten, når der er indgået en aftale med tredjemand; når der foreligger et bindende tilbud fra overdrageren; eller når tredjemand har fremsat et konkret tilbud, som overdrageren har til hensigt at acceptere. Foreligger en af disse tre situationer, jf. landsrettens anvendelse af ”eller”, må forkøbsretten anses for udløst, hvorefter overdrageren er forpligtet til at underrette den forkøbsberettigede med tilbud om udnyttelse af forkøbsretten.

Det konkrete tilbud skal relatere sig til ejerskabet af kapitalandelene, det vil sige ejendomsretten. Dette blev fastslået i U 1994.234 H (Louis Poulsen A/S), hvor et forsøg på omgåelse af en forkøbsret ved brug af en uigenkaldelig stemmefuldmagt ikke medførte, at forkøbsretten blev udløst. Højesteret anførte i denne forbindelse:

”Højesteret finder, at appellanterne ikke ved aftale af 9. maj 1989 har rådet over deres A-aktier på en måde, der kan sidestilles med en fuldbyrdet overdragelse af ejendomsretten til aktierne. Indstævntes påstand om, at appellanterne er pligtige at tilbyde deres A-aktier til de øvrige A-aktionærer, og at disse er berettiget til at afkøbe appellanterne deres A-aktier, kan allerede af denne grund ikke tages til følge.”

Af ovenstående præmis kan det udledes, at det må anses som en forudsætning for udløsning af forkøbsretten, at der foreligger en fuldbyrdet overdragelse af ejendomsretten til kapitalandelene.

Det skal bemærkes, at pantsætning af kapitalandele som udgangspunkt ikke udløser forkøbsretten, medmindre der foreligger særlige holdepunkter herfor. Sådanne holdepunkter fandt Højesteret, at der forelå i U 1960.304 H (Palladium), hvor en håndpansætning indgik som en del af et aftalesæt, der

havde til formål at overføre kontrollen over selskabet til panthaverne, hvorfor forkøbsretten blev udløst.²²

Såfremt der er truffet bestemmelse om, at der i selskabet skal gælde en forkøbsret, skal denne fremgå af vedtægterne, jf. SL § 29. Vedtægtsbestemmelsen skal opfylde indholdskravene i lovens § 67, stk. 1, der har følgende ordlyd:

”Bestemmer vedtægterne, at der i tilfælde af overgang af kapitalandele skal tilkomme kapitalejere eller andre forkøbsret, skal vedtægterne indeholde nærmere regler herom, herunder om fristen for udøvelse af forkøbsretten. Hvis disse vedtægtsbestemmelser fører til en åbenbart urimelig pris eller åbenbart urimelige vilkår i øvrigt, kan bestemmelserne helt eller delvist tilsidesættes ved dom.”

Det skal først og fremmest bemærkes, at bestemmelsen omfatter overgang af kapitalandele. Ved overgang forstås enhver form for ejerskifte - såvel frivillig som ufrivillig - herunder salg, gave, arv, udlæg, auktion, konkurs og dødsfald.²³ Med en sådan formulering, må det antages, at lovgiver har tilsigtet et bredt anvendelsesområde for bestemmelsen, hvilket indebærer, at selskabet har vide rammer til at fastlægge, hvilket former for overdragelse eller overgang, der skal udløse forkøbsretten.

For så vidt angår de materielle krav til en vedtægtsbestemt forkøbsret følger det af SL § 67, stk. 1, at vedtægterne skal indeholde nærmere regler om forkøbsretten, men angiver imidlertid ikke, hvad der skal forstås herved udover, at vedtægterne som minimum skal angive en frist for udøvelse af forkøbsretten. Selskabet er således overladt en betydelig vedtægtsmæssig reguleringsfrihed i denne henseende. Hvis sådanne vedtægtsbestemmelser medfører en åbenbart urimelig pris eller åbenbart urimelige vilkår, kan de tilsidesættes ved dom i medfør af SL § 67, stk. 1, 2. pkt.

Hvis vedtægterne ikke indeholder bestemmelser om beregningsgrundlaget ved udnyttelse af en forkøbsret, og parterne ikke kan blive enige herom, skal prisen fastsættes til kapitalandelens værdi af en skønsmand udmeldt af retten på kapitalselskabets hjemsted, jf. SL § 67, stk. 3, 1. pkt. Selskabsloven angiver imidlertid ikke, hvad der skal forstås ved »kapitalandelens værdi«, eller

²² Schans Christensen, J., *Kapitalselskaber*, 7. udgave, 2024, s. 183 [herefter Schans Christensen, *kapitalselskaber*]

²³ Werlauff & Søgaard, *Selskabsret*, s. 361. Pantsætning er ikke uden videre at anse som en overgang i lovens forstand, medmindre der foreligger særlige holdepunkter herfor i forkøbsretsbestemmelsen, jf. Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 183

hvilken værdi, der skal ligges til grund. Idet bestemmelsen ikke angiver nærmere kriterier for beregningsgrundlaget, må det antages, at bestemmelsen skal forstås således, at værdiansættelsen ikke er begrænset til én bestemt værdi, men at værdiansættelsen kan bero på forskellige værdier, herunder kapitalandelens nominelle værdi, likvidationsværdi, regnskabsmæssig værdi²⁴, regnskabsmæssig værdi tillagt værdien af goodwill, markedsværdi eller en helt anden værdi.²⁵

Inddrages forarbejderne til SL § 67, stk. 3, følger det, at bestemmelsen er en videreførelse af aktieselskabslovens²⁶ § 19. Af bemærkningerne til § 19 i lovforslaget fremgår det:

”Afgørende ved ansættelsen af aktiernes værdi må i almindelighed være værdien af selskabet som ”going concern” opgjort på grundlag af selskabets regnskaber for de senere år og en vurdering af dets fremtidsudsigter, derimod ikke aktiernes skattekurs eller hvad de kan indbringe ved en likvidation af selskabet.”²⁷

Bemærkningen giver ikke et entydigt svar på, hvilken værdi, der skal lægges til grund. Den kan dog bidrage til fortolkningen af bestemmelsen, idet den må kunne læses som om, at den foretager en negativ afgrænsning af de værdier, som i almindelighed ikke kan lægges til grund for beregningen af prisen; navnlig kapitalandelens nominelle værdi og likvidationsværdien. Det kan dog ikke udelukkes, at eksempelvis likvidationsværdien undtagelsesvis kan finde anvendelse, hvis særlige omstændigheder begrundet det. Dette kan udledes af præmisserne i U 1977.61 H (Torm)²⁸, hvor Højesteret udtalte følgende om likvidationsværdien:

”De udtrædende aktionærer vil i almindelighed ikke, når selskabet fortsætter sin virksomhed, have krav på at blive stillet, som om likvidation havde fundet sted, og der ses ikke i den foreliggende sag at være oplyst særlige omstændigheder, der kunne afgive tilstrækkelig begrundelse for, at værdiansættelsen, som sket ved skønnet, foretages efter en udregning af likvidationskursen.”

Af præmissen kan det udledes, at kapitalandelens værdi i almindelighed ikke skal forstås som likvidationsværdien, idet der kræves særlige omstændigheder, førend denne værdi kan lægges til

²⁴ Betegnes også bogført indre værdi

²⁵ Christian Kruhl, M., Ejerftaler, 1. udgave, 2011, Thomson Reuters Professional A/S, s. 296 [herefter Kruhl, Ejerftaler]

²⁶ LBKG 2006-06-15 nr. 649 Aktieselskabslov

²⁷ LFF 1973-01-31 nr. 171, ”Bemærkninger til lovforslaget”, ”Kapitel 4. Aktier, aktiebrev og aktiebog”, ”Til § 19.”

²⁸ Dommen vedrører indløsning, men idet selskabslovens regler om forkøbsret og indløsning har samme ordlyd: ”kapitalandelens værdi”, og at der i SL § 70 om indløsning er henvist direkte til SL § 67, stk. 3 om forkøbsret, må praksis om indløsning formodes også at være relevant i forhold til forkøbsret.

grund. Dommen fastslog ligeledes udgangspunktet for så vidt angår børsnoterede selskaber, idet Højesteret udtalte:

”Ved fastsættelsen af kursen for aktier [...] findes udgangspunktet, når talen er om børsnoterede aktier, at måtte tages i aktiernes værdi, således som denne er kommet til udtryk i børskursen.”

Med ovenstående udtalelse blev det fastsat, at kapitalandelens værdi for børsnoterede selskaber skal fastsættes med udgangspunkt i børskursen.²⁹ Børskursen kan dog fraviges, hvor særlige omstændigheder taler herfor, hvilket gjorde sig gældende i U 1985.110 H, U 2012.1228 H (bank Trelleborg) og U 2013.1730 H (Thrane & Thrane). I U 1985.110 H blev børskursen fraveget som følge af unormale markedsforhold; i bank Trelleborg-sagen blev børskursen fraveget grundet unormale udbuds- og efterspørgselsforhold; og i Thrane & Thrane-sagen blev børskursen fraveget grundet et ineffektivt marked. Disse domme må være at betragte som undtagelser, der bekræfter reglen, idet de alle tog udgangspunkt i børskursen, hvorefter denne blev fraveget.

Dette rejser imidlertid spørgsmålet om, hvad der gælder for ikke-børsnoterede selskaber, hvor der ikke forefindes nogen børskurs. Børskursen kan anses som et udtryk for markedsværdien, hvorfor det det må lægges til grund, at »kapitalandelens værdi« skal fortolkes som kapitalandelens markedsværdi.

Selvom der for ikke-børsnoterede selskaber ikke eksisterer en konstaterbar markedsværdi i form af en børskurs, er det dog stadig muligt, gennem alternative værdiansættelsesmetoder, at beregne en sådan værdi. Sådanne værdiansættelsesmetode kan opdeles i tre hovedgrupper: de markedsbaserede, de indkomstbaserede og de aktivbaserede værdiansættelsesmetoder. Ved den markedsbaserede værdiansættelsesmetode foretages en benchmark analyse med udgangspunkt i nøgletal for eksempel EBIT³⁰ eller EBITDA³¹ fra lignede selskaber. Ved den indkomstbaserede værdiansættelsesmetode foretages en nutidsværdiberegning af den typiske indtjening eller fremtidige pengestrømme.³² Den

²⁹ Jf. endvidere U 1985.875 SH, U 2001.578 H, U 2002.1412 H og U 2016.3756 H, hvor børskursen ligeledes var udgangspunktet for værdiansættelsen.

³⁰ Earnings before interest and taxes - på dansk: driftsresultat

³¹ Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization – på dansk: resultat af primær drift

³² Denne metode betegnes også DCF-modellen (Discounted cash flow) – på dansk: diskonteret pengestrømsanalyse

aktivbaserede værdiansættelsesmetode indebærer en værdiansættelse af selskabets enkelte aktiver ud fra dets konkrete situation, herunder som ”going concern”.³³

Ved en gennemgang af retspraksis synes navnlig den indkomstbaserede og den aktivbaserede værdiansættelsesmetode at finde anvendelse. I denne forbindelse kan fremhæves U 2013.1730 H (Thrane & Thrane), hvor DCF-modellen blev lagt til grund for værdiansættelsen og U 2002.1412 H (SEAS A/S), hvor indløsningskursen blev fastsat med udgangspunkt i den aktivbaserede metode ud fra going concern-betragtningen.

Sammenfattende kan det om fortolkningen af »kapitalandelens værdi« konstateres, at det er kapitalandelens markedsværdi, der skal lægges til grund. Af retspraksis følger det, at enten en diskonteret pengestrømsanalyse eller en værdiansættelse af selskabet som going concern, kan anvendes til at fastsætte kapitalandelens værdi. Det skal dog erindres, at ovenstående alene gælder, hvor selskabet ikke har fastsat en værdiansættelsesmetode i vedtægterne, og parterne ikke kan nå til enighed herom.

3.4. Køberet

Køberettigheder er ikke reguleret i selskabsloven. En køberet er en ret for en eller flere kapitalejere til at købe en anden kapitalejers kapitalandele, når en - på forhånd aftalt - bestemt udløsende faktor er til stede uden, at denne faktor er et ønske om salg til tredjemand.³⁴ Som eksempel på sådanne betingelser, der kan udløse køberetten, kan nævnes et skift i kontrollen over kapitalejerne (change of control), en ret til at købe kapitalandelene inden for en specifik angivet tidsperiode eller ved opnåelse af specifikke finansielle mål.

Sammenlignes køberetten med forkøbsretten kan det konstateres, at køberetten er af mere indgribende karakter end forkøbsretten, idet initiativet ikke ligger hos ejeren af kapitalandelene, men derimod hos den berettigede, der har ret til at erhverve kapitalandelene, hvis blot visse i forvejen fastsatte betingelser er opfyldt.³⁵

³³ Kruhl, Ejerftaler, s. 303 f.

³⁴ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 361

³⁵ Schans Christensen, Selskabsloven med kommentarer, s. 287

Køberetten anvendes typisk til at regulere fremtidige ændringer i ejerkredsen, idet den har til formål at muliggøre eller i visse tilfælde fremtvinge en fremtidig overdragelse. Køberetten kan dermed siges at have karakter af en dispositionsmekanisme, der udløses ved bestemte - på forhånd aftalte - betingelser.

En køberet kan på tilsvarende måde som en forkøbsret, forekomme i forskellige varianter, herunder i form af en kuvertklausul eller en musefældeklause. Der henvises i den forbindelse til afsnit 3.3. for en nærmere gennemgang af de nævnte klausultyper.

3.5. Samtykkeklause

En samtykkeklause indebærer, at overgang af kapitalandele alene kan ske med selskabets samtykke. Formålet med en samtykkeklause er at sikre kontrol med, hvem der indtræder i ejerkredsen. Dette kan ske ved at opstille bestemte kriterier som en erhverver skal opfylde, førend den pågældende kan indtræde i ejerkredsen, eksempelvis krav om tilknytning til en bestemt branche.³⁶ Samtykkeklause kan således anses for at varetage en kontrolfunktion.

Såfremt der er truffet beslutning om, at overgang af kapitalandele kræver samtykke fra selskabet, skal dette fremgå af vedtægterne, jf. SL § 29. Hvis der i vedtægterne er sådanne samtykkeklause, skal selskabet, når det anmodes om et sådant samtykke, træffe afgørelse herom snarest muligt efter anmodningens modtagelse, jf. SL § 68, stk. 1, 1. pkt. Kompetencen til at meddele samtykke til overgang af kapitalandele er som udgangspunkt henlagt til det centrale ledelsesorgan³⁷, jf. SL § 68, stk. 2. Kompetencen kan dog ifølge en udtrykkelig vedtægtsbestemmelse være henlagt til generalforsamlingen, men vedtægterne kan ikke bemyndige andre til at træffe afgørelsen.³⁸ Såfremt selskabet ikke samtykker til overgang af kapitalandelene, skal begrundelsen derfor fremgå af underretningen til den kapitalejer, der har anmodet om samtykket, jf. SL § 68, stk. 2, 2. pkt. Begrundelseskravet kan give anledning til at overveje, hvorvidt et afslag på samtykke skal være sagligt begrundet. Det følger af bemærkningerne til SL § 68 i lovforslaget, at det forudsættes, at et afslag er sagligt begrundet i hensynet til selskabets tarv. Hvis et afslag må antages at være usagligt begrundet eller klart chikanøst er det ikke udelukket, at der kan anlægges sag mod selskabet.³⁹

³⁶ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 365

³⁷ Bestyrelsen i de selskaber, hvor der er en sådan og ellers direktionen, jf. SL § 5, nr. 4

³⁸ Betænkning nr. 1498/2008 om Modernisering af selskabsretten, s. 825 [herefter bet. nr. 1498/2008]

³⁹ LFF 2009-03-25 nr. 170, ”Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser”, ”Til § 68”

Afordlyden i SL § 68, stk. 1, fremgår det, at der kan fastsættes krav om samtykke for enhver overgang af kapitalandele.⁴⁰ Såfremt klausulen derimod begrænses til alene at omfatte overdragelser, bør det overvejes, hvorvidt dette muliggør omgåelse af bestemmelsen. En sådan omgåelsesmulighed kan eksempelvis foreligge, hvor en overdragelse i sin form maskeres som en overgang. Dette kan tænkes, hvor en kapitalejer bevidst misligholder et låneforhold med henblik på at fremprovokere et udlæg, hvorefter kapitalandelene under udlægsforretningen udlægges til kreditor. Herved vil overgangen formelt falde uden for samtykketklausulens anvendelsesområde, uanset at der reelt foreligger en overdragelse. En sådan omgåelsesrisiko kan imødegås ved at udforme samtykketklausulen således, at den også omfatter dispositioner, der fremtræder som en anden form for overgang, men som reelt må kvalificeres som overdragelser.⁴¹

Af retspraksis kan det udledes, at en samtykketklausul for at kunne karakteriseres som en sådan, må antages at skulle indeholde et skønsmæssigt element. Betragtningen bygger på U 2012.1823 H (Fællesbageriet A/S), hvor Højesteret gjorde gældende, at en ejerbetingelse i vedtægterne, der virkede på et objektivt grundlag ikke kunne sidestilles med en samtykketklausul.⁴²

3.6. Medsalgsklausuler

Medsalgsklausuler er ikke reguleret i selskabsloven. En medsalgsklausul kan udformes som en medsalgsret eller en medsalgspligt. Medsalgsretten - også betegnet tag along-klausul - er en ret for en minoritetskapitalejer til, ved overdragelse af majoritetsposten i selskabet, at medsælge sine kapitalandele på identiske vilkår. Denne ret for minoritetskapitalejeren er udtryk for en minoritetsbeskyttelse, idet den sikrer, at minoriteten ikke efterlades i selskabet under en ny kontrollerende ejer uden mulighed for at realisere sine kapitalandele. Det skal bemærkes, at medsalgsretten alene er udtryk for en ret og ikke en pligt for en minoritetskapitalejer til at afhænde sine kapitalandele.⁴³ Medsalgsretten kan karakteriseres som en indirekte omsættelighedsbegrænsning for majoriteten, idet denne ikke må sælge sine kapitalandele til tredjemand uden samtidig at sikre sig, at tilsvarende vilkår tilbydes minoriteten.⁴⁴

⁴⁰ Vedrørende sondringen mellem ”overgang” og ”overdragelse” henvises til afsnit 3.3.

⁴¹ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 366

⁴² Ibid., s. 365

⁴³ Pligten kan dog følge af en indløsningsregel i vedtægterne, såfremt sådanne er fastsat, jf. afsnit 3.8. for en nærmere gennemgang af indløsningsreglerne

⁴⁴ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 368

Medsalgspigten - også betegnet drag along-klausul - er en pligt for en minoritetskapitalejer til, ved overdragelse af majoritetsposten i selskabet, at medsælge sine kapitalandele på identiske vilkår. En sådan bestemmelse tilgodeser primært majoritetskapitalejerens interesser, idet den muliggør en samlet afhændelse af selskabet, hvor dette findes kommercielt mest hensigtsmæssigt. I praksis vil potentielle erhververe typisk alene være interesseret i at købe selskabet, såfremt der kan opnås kontrol over hele selskabet, frem for blot en majoritet af kapitalandelene.⁴⁵

3.7. Ejerloft

Et ejerloft indebærer, at ingen kapitalejer må eje mere end en nærmere fastsat del af selskabskapitalen. Hjemlen til indførelse af ejerlofter findes i SL § 107, stk. 2, nr. 2, forudsætningsvis. Såfremt der er truffet beslutning om indførelse af et ejerloft i selskabet, skal dette fremgå af vedtægterne, jf. SL § 29.

Formålet med et ejerloft er typisk at forhindre en magtkoncentration i selskabet gennem en spredning af selskabskapitalen, således at ingen kapitalejer kan opkøbe majoriteten af selskabskapitalen.⁴⁶ Herved kan der sikres en bestemt ejerstruktur i selskabet. Ejerlofter må dermed antages at have karakter af en strukturel begrænsning, idet sådanne retter sig mod selve ejerandelen og ikke alene mod konkrete overdragelser. Herved adskiller ejerlofter sig fra de traditionelle omsættelighedsbegrænsninger, der typisk har karakter af kontrolmekanismer som eksempelvis forkøbsretten og samtykkeklausuler.

3.8. Indløsningsregler

Indløsningsregler betegner de regler, hvorefter en kapitalejer har ret eller pligt til at lade andre købe den pågældende kapitalejers kapitalandele i selskabet. De forpligtede eller berettigede kan være selskabet selv eller en anden kapitalejer. Kerneområdet for indløsningsreglerne må dog antages at være, hvor det er selskabet selv, der er berettiget eller forpligtet, idet det snarere har karakter af en køberet eller købepligt, såfremt det er en kapitalejer, der er berettiget eller forpligtet til at købe.⁴⁷ Indløsningsregler har til formål at sikre, at bestemte ejerforhold kan ændres ved indtræden af bestemte

⁴⁵ Ibid.

⁴⁶ Bet. nr. 1498/2008, s. 260

⁴⁷ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 369

begivenheder. Indløsningsreglerne varetager derfor en exitfunktion, idet de sikrer klare exitmekanismer.

Kapitalandele er som udgangspunkt ikke indløselige, medmindre andet følger af lovgivningen, jf. SL § 48, stk. 1. Dette indebærer, at hverken kapitalejerne eller selskabet ensidigt kan kræve kapitalandele indløst uden særskilt hjemmel. En sådan hjemmel kan dog være fastsat i vedtægterne i form af indløsningsregler, jf. SL § 48, stk. 2. Såfremt der er truffet beslutning om indløsningsregler, skal disse fremgå af vedtægterne, jf. SL § 29. Vedtægterne skal oplyse indløsningsbetingelserne samt angive, hvem der er indløsningsberettiget, jf. SL § 69, 1. pkt.

Vedtægtsbestemte indløsningsregler, jf. SL § 69, kan være indført i vedtægterne ved selskabets stiftelse eller på et senere tidspunkt. Ved indførelse i vedtægterne på et senere tidspunkt kræves det, at det skærpede majoritetskrav for særligt indgribende vedtægtsændringer i SL § 107, stk. 2, nr. 3, er opfyldt. Anvendelsesområdet for vedtægtsbestemte indløsningsregler er imidlertid indsnævret væsentligt efter Østre Landsrets dom U 2007.2546 Ø (TDC). I sagen ønskede majoritetshaveren, NTC, at indløse de øvrige minoritetskapitalejere i TDC gennem en vedtægtsændring efter den dagældende aktieselskabslovs § 79, stk. 2, nr. 3 (nu SL § 107, stk. 2, nr. 3). En minoritetsaktionær, ATP, anfægtede, at en vedtægtsbestemt indløsningsregel kunne anvendes på en sådan måde og anlagde sag mod NTC og TDC. ATP gjorde gældende, at der ved en sådan anvendelse af en vedtægtsbestemt indløsningsregel var tale om en omgåelse af 9/10-majoritetskravet i aktieselskabslovens § 20 b (nu SL § 70). Østre Landsret stadfæstede Erhvervsstyrelsens afgørelse og fandt, at en majoritetskapitalejers tvangsindløsning af minoritetsaktionærer efter aktieselskabslovens § 79, stk. 2, nr. 3 (nu SL § 107, stk. 2, nr. 3), forudsætter, at kravene i aktieselskabslovens § 20 b (nu SL § 70) også er opfyldt. Som begrundelse herfor anførte landsretten følgende:

”Da der hverken efter disses bestemmelsers ordlyd eller deres forarbejder er sikkert grundlag for at antage, at den mindretalsbeskyttelse mod en tvangsmæssig indløsning, som udtrykkeligt fremgår af aktieselskabslovens § 20 b [nu SL § 70] og § 20 e [nu SL § 73], skulle kunne fraviges til skade for mindretalsaktionærene gennem en vedtægtsændring i medfør af lovens § 79, stk. 2, nr. 3 [nu SL § 107, stk. 2, nr. 3], anser landsretten den på den ekstraordinære generalforsamling i TDC A/S den 28. februar 2006 vedtagne § 5 a i selskabets vedtægter for ulovlig og dermed ugyldig.”

Det kan udledes af afgørelsen, at indløsning efter vedtægtsmodellen i SL § 107, stk. 2, nr. 3, i praksis ikke længere kan anvendes som et alternativ til majoritetsindløsningsmodellen i SL § 70. Dette skyldes, at indførelsen af vedtægtsbestemte indløsningsregler efter SL § 69, smh. § 107, stk. 2, nr. 3, forudsætter, at også majoritetskravet i SL § 70 er opfyldt. Til støtte for denne betragtning kan anføres Thrane & Thrane-sagen⁴⁸, der ikke anfægtede denne grundsætning og vurderede gyldigheden af tvangsindløsningen efter aktieselskabslovens § 20 b (nu SL § 70).

”I afgørelse af 8. marts 2006 udtalte Erhvervs- og Selskabsstyrelsen [nu Erhvervsstyrelsen] sig imod en vedtægtsbestemt tvangsindløsning af minoritetsaktionærer i TDC-sagen (U 2007.2546 Ø). Den 18. oktober gav Erhvervs- og Selskabsstyrelsen [nu Erhvervsstyrelsen] meddelelse om praksisændring på det pågældende område.”

Som følge af udviklingen i retspraksis foretages indløsning af en minoritetskapitalejer i praksis efter SL § 70, og ikke længere efter SL § 69, smh. § 107, stk. 2, nr. 3. Dette indebærer, at majoritetskravet om ejerskab af 9/10 af kapitalandelene og stemmerettighederne i selskabet skal være opfyldt. Anvendelsesområdet for den tidligere anvendte vedtægtsbestemte tvangsindløsning efter SL § 69, smh. § 107, stk. 2, nr. 3, er dermed indsnævret væsentligt, og finder kun anvendelse, hvor tvangsindløsningen sker i selskabets interesse på grundlag af objektive, saglige kriterier, der gælder generelt for alle kapitalejere uden hensyn til størrelsen af kapitalbesiddelsen.⁴⁹

Det bemærkes, at vedtægtsbestemte indløsningsregler ikke må være i strid med ufravigelige bestemmelser i selskabsloven, herunder SL §§ 70 og 73 om tvangsindløsning. Dette indebærer, at en vedtægtsbestemmelse, hvorefter kapitalandele ikke er indløselige, ikke er til hinder for anvendelsen af de lovbestemte tvangsindløsningsregler i SL §§ 70 og 73.⁵⁰

I henhold til SL § 70 kan en kapitalejer, der ejer mindst 9/10 af kapitalandelene og stemmerettighederne i et kapitalselskab, kræve minoriteten tvangsindløst. Dette er udtryk for en tvangsindløsningspligt for minoriteten henholdsvis en tvangsindløsningsret for majoriteten. Omvendt tillægges minoritetskapitalejere en korresponderende ret efter SL § 73 til at kræve sig indløst af

⁴⁸ U 2013.1730 H, der også er omtalt i afsnit 3.3.

⁴⁹ Bet. nr. 1498/2008, s. 873

⁵⁰ Ibid., s. 826

majoritetskapitalejeren. Dette er udtryk for en tvangsindløsningsret for minoriteten henholdsvis en tvangsindløsningspligt for majoriteten.

Tvangsindløsning af en minoritet efter majoritetsindløsningsmodellen i SL § 70 forudsætter, at en kapitalejer ejer mere end 9/10 af kapitalandelene i selskabet og besidder en tilsvarende del af stemmerettighederne. På baggrund af en ordlydsfortolkning af bestemmelsen kan det udledes, at der kræves et *de jure* ejerskab og ikke alene et *de facto* ejerskab, idet kapitalejeren skal eje mere end 9/10 af kapitalandelene *i selskabet*. I forhold til at fastlægge rækkevidden af bestemmelsen, er det relevant at undersøge, hvad der nærmere skal forstås ved ”en kapitalejer”.

Moderniseringsudvalget har i forarbejderne til selskabsloven fundet det nødvendigt at præcisere netop denne betingelse for tvangsindløsning efter majoritetsmodellen. Om betingelsen anfører udvalget:

”Udvalget ønsker tillige at præcisere, at det er påkrævet, at der er tale om én aktionær der skal besidde mere end 9/10 af aktierne, og at kravet således ikke kan opfyldes af flere aktionærer i forening. Udvalget har i den forbindelse lagt vægt på, at det i de indløsningstilfælde, hvor en minoritetsaktionær kræver sig indløst, ikke vil være hensigtsmæssigt at indløsning kan kræves på baggrund af et samarbejde mellem aktionærer, der ikke udgør én juridisk enhed. Udvalget har lagt vægt på, at der både for indløsningsretten- og pligten gælder og bør gælde enslydende krav til ejerskabet af de mere end 9/10.”⁵¹

Af Moderniseringsudvalgets præciserende bemærkning kan det udledes, at ”en kapitalejer” skal forstås som én juridisk enhed. Udvalget lægger vægt på, at der skal gælde enslydende krav for tvangsindløsningspligten og -retten, og fremhæver, at det vil forekomme uhensigtsmæssigt, hvis minoriteten kunne kræve sig indløst på baggrund af et samarbejde mellem kapitalejerne, der ikke udgør én juridisk enhed. Henset til, at der ønskes enslydende krav for tvangsindløsningspligten- og retten, og at der for tvangsindløsningspligten gælder et ejerskabskrav om én juridisk enhed, må det antages, at et tilsvarende krav gælder for tvangsindløsningspligten. Dette udelukker, at flere kapitalejere i forening kan opfylde ejerkravet, såfremt de ikke udgør én juridisk enhed.

⁵¹ Ibid., s. 225

Ovenstående betragtninger om ejerskabskravet kan give anledning til at overveje, hvorvidt dette krav reelt kan opretholdes i praksis, eller om der er adgang til at omgå dette krav ved formelle ændringer i ejerstrukturen. Ved formelle ændringer i ejerstrukturen sigtes navnlig til situationer, hvor flere kapitalejere stifter et holdingselskab⁵², der har til formål at iværksætte tvangsindløsning af minoritetskapitalejerne i selskabet, og efterfølgende indskyder deres respektive kapitalandele heri, således at den fornødne majoritet opnås, hvorved betingelserne for tvangsindløsning af minoriteten opfyldes. Netop denne fremgangsmåde var til bedømmelse i U 1997.1358/2 H (SEAS). Sagen omhandlede, hvorvidt et holdingselskab, der var stiftet med det ene formål, at kunne tvangsindløse en minoritet, var en omgåelse af den dagældende aktieselskabslovs § 20 b (nu SL § 70). Højesteret fandt, at motivet til den valgte selskabsstruktur ikke altid er relevant, og anerkendte den anvendte fremgangsmåde.

Hertil kan det tillige anføres, at Moderniseringsudvalget i forarbejderne til selskabsloven har udtalt:

*”at forbyde tvangsindløsning for flere aktionærer, når disse til sammen råder over det fornødne flertal, kan betragtes som formalisme.”*⁵³

Ovenstående udtalelse kan betragtes som en anerkendelse af, at sammenlægning af kapitalandele med henblik på at opnå den fornødne majoritet til at iværksætte tvangsindløsning er en accepteret fremgangsmåde, og at ejerskabskravet i praksis kun udgør en formalitet.

Med udgangspunkt i SEAS-sagen og Moderniseringsudvalgets anerkendelse af fremgangsmåden, må det antages, at betingelsen i SL § 70 om ”en kapitalejer” ikke er til hinder for en ejerstruktur, hvor flere kapitalejere sammenlægger deres kapitalandele i et holding-moderselskab som beskrevet ovenfor. Det kan således undre, at Moderniseringsudvalget opretholder dette ejerskabskrav, uagtet at det i praksis fremstår relativt let omgæeligt. Herom har Moderniseringsudvalget anført:

*”[...] reglen [...] kan have en vis forebyggende effekt, selvom reglen lovligt kan omgås i praksis. Tvangsindløsning er et drastisk skridt, og adgangen hertil bør ikke gøres lettere end strengt nødvendigt.”*⁵⁴

Moderniseringsudvalget begrundede opretholdelsen af ejerskabskravet i tvangsindløsningens indgribende karakter og præventive funktion. Det kan imidlertid anføres, at denne begrundelse i et

⁵² Typisk et SPV (Special Purpose Vehicle), der oprettes med det formål at tvangsindløse minoriteten.

⁵³ Bet. nr. 1498/2008, s. 225

⁵⁴ Ibid.

vist omfang, må vurderes at have mistet sin aktualitet, idet selskabsstiftelse og overdragelse af kapitalandele i dag kan gennemføres relativt uproblematisk. Ejerskabskravet fremstår derfor i højere grad som et formelt mellemlid end som et materielt beskyttelseselement i reguleringen.⁵⁵

Anerkendelsen af denne fremgangsmåde kan imidlertid problematiseres, idet den kan medføre, at minoritetsbeskyttelsen gøres illusorisk. Dette skyldes, at en majoritetskapitalejer kan sprede sine kapitalandele på forskellige holdingselskaber, og dermed omgå minoritetskapitalejernes indløsningsret efter SL § 73, med henblik på en senere konsolidering på et mere gunstigt tidspunkt for majoritetskapitalejeren. Majoritetskapitalejeren kan herved til dels styre til hvilken kurs minoritetskapitalejerne skal indløses.

Indløsningskursen fastsættes indledningsvis af den indløsende majoritetskapitalejer. Såfremt minoritetskapitalejerne ikke er enige i den fastsatte kurs, fastsættes denne af en skønsmand udmeldt af retten på kapitalandselskabets hjemsted, jf. SL § 70, stk. 2, 1. og 2. pkt. Skønsmanden skal fastsætte indløsningskursen til kapitalandelenes værdi efter reglerne i § 67, stk. 3. Der henvises til afsnit 3.3. for en nærmere gennemgang af, hvad der skal forstås ved »kapitalandelenes værdi«.

3.9. Sammenfattende bemærkninger

På baggrund af ovenstående gennemgang af omsættelighedsbegrænsningerne kan det konstateres, at forkøbsretten, samtykkeklousuler, ejerlofter og indløsningsregler i medfør af SL § 29 skal reguleres i vedtægterne, såfremt der er truffet beslutning herom i selskabet. Herudover forekommer visse ulovbestemte omsættelighedsbegrænsninger, herunder køberetten og medsalgsklausuler.

Det kan endvidere konstateres, at omsættelighedsbegrænsninger kan varetage forskellige hensyn. Forkøbsrettigheder og samtykkeklousuler varetager primært en kontrolfunktion, mens køberettigheder har karakter af dispositionsmekanismer. Medsalgsklausuler og indløsningsregler varetager en exitfunktion, mens ejerlofter har karakter af en strukturel begrænsning af ejerkredsen. De forskellige hensyn, som de respektive omsættelighedsbegrænsninger tilsigter at varetage indebærer, at reguleringen må tilrettelægges forskelligt afhængigt af den enkelte begrænsnings

⁵⁵ Bengtson, A; Herschbach, J. M., Molslinjen og Boliga-sagen: Udfordringer ved timing af tvangsindløsning og fremsættelse af overtagelsestilbud, Finans/Invest 2022.02.01. 2022

funktion. I det følgende kapitel behandles en af de reguleringsformer, hvor omsættelighedsbegrænsninger kan reguleres, nemlig ejeraftaler.

4. Ejeraftaler

4.1. Indledende bemærkninger

Det er hyppigt forekommende i kapitalselskaber, at to eller flere kapitalejere indgår aftaler om deres indbyrdes retsforhold, herunder rettigheder og forpligtelser; sådanne aftaler betegnes »ejerftaler«⁵⁶. Ejerftaler indgås typisk i forbindelse med selskabets stiftelse eller i forbindelse med senere ændringer i ejerkredsen.⁵⁷

Ejerftaler udgør den ene af de to reguleringsformer for omsættelighedsbegrænsninger. Med henblik på at vurdere, i hvilket omfang omsættelighedsbegrænsninger kan/skal reguleres i ejerftaler foretages i dette kapitel en analyse af ejerftalers retlige grundlag. I den forbindelse behandles ejerftalers funktion, fortolkning, tilsidesættelse samt misligholdelse. Kapitlet danner endvidere grundlag for den efterfølgende analyse af forholdet mellem ejerftaler og vedtægter i kapitel 6.

4.2. Begreb og funktion

En ejerftale er en privatretlig aftale mellem kapitalejere i et selskab, der regulerer deres indbyrdes rettigheder og forpligtelser. En ejerftale er underlagt aftalerettens almindelige princip om aftalefrihed, hvorfor en sådan aftale som udgangspunkt ikke er undergivet særlige formkrav, hverken i forhold til indgåelse eller registrering.⁵⁸ Ejerftaler indgås ved tilbud og accept i overensstemmelse med aftalelovens kapitel 1.⁵⁹

I henhold til SL § 5, nr. 6, defineres en ejerftale som:

⁵⁶ Før LBKG 2025-03-20 nr. 331 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) benævnt henholdsvis »anpartshaveroverenskomster« og »aktionæroverenskomster«

⁵⁷ Schaumburg-Müller, P.; Lindencrone Petersen, L., Vedtægter og ejerftaler, 5. udgave, DJØF Forlag, s. 56 [herefter Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler]

⁵⁸ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler, s. 56

⁵⁹ Kruhl, Ejerftaler, s. 115

”[en] aftale, der regulerer ejer- og ledelsesforhold i selskabet, og som er indgået mellem kapitalejere”

En ordlydsfortolkning af bestemmelsen tilsiger, at det er afgørende for, at en aftale kan kvalificeres som en ejerftale i selskabslovens forstand, at den indgåede aftale angår ”ejer- og ledelsesforhold i selskabet”.

Med henblik på en nærmere afgrænsning af ejerftalebegrebet, må det fastlægges, hvad der skal forstås ved ”ejer- og ledelsesforhold”. Dette må søges fastlagt ved en subjektiv fortolkning, hvorved forarbejderne til selskabsloven inddrages. I forarbejderne har Moderniseringsudvalget udtalt følgende:

”Samtidigt skal det understreges, at den præciserede retsstilling gælder alle typer aftaler mellem kapitalejere.”⁶⁰

På baggrund af Moderniseringsudvalgets udsagn kan det slutes, at ”ejer- og ledelsesforhold” skal fortolkes udvidende, således at enhver aftale mellem kapitalejere kan karakteriseres som en ejerftale i selskabslovens forstand. Ejerftaler er dermed ikke begrænset til bestemte indholdsmæssige emner, og disse kan derfor indeholde såvel et omfattende katalog af forhold som enkeltstående forhold, eksempelvis en forkøbsret.

Behovet for at indgå ejerftaler udspringer hovedsageligt af kapitalejernes ønske om at afparere virkningerne af det majoritetsprincip, der gælder for kapitalselskaber.⁶¹ Majoritetsprincippet indebærer, at alle beslutninger på selskabets generalforsamling træffes ved simpelt flertal, medmindre andet følger af selskabsloven eller kapitalselskabets vedtægter, jf. SL § 105. Majoritetsprincippet medfører, at den/de kapitalejere, der besidder 51 pct. af stemmerne - også benævnt majoritetsejeren/ejerne - på generalforsamlingen, har kompetence til at træffe beslutning vedrørende væsentlige forhold i selskabet.⁶² I praksis indebærer dette, at en beslutning, der opnår det fornødne flertal i henhold til enten selskabsloven eller selskabets vedtægter, er gyldig og bindende for såvel selskabet

⁶⁰ Bet. nr. 1498/2008, s. 282

⁶¹ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler, s. 57 f.

⁶² Majoriteten kan træffe beslutning om godkendelse af årsrapporten, udbyttebetaling, valg/afskedigelse af generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer og selskabets revisor(-er) samt køb/belåning af selskabets egne kapitalandele, jf. Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 411 f.

som samtlige kapitalejere, herunder også de kapitalejere, der eventuelt måtte have stemt imod beslutningen.

Afpareringen af virkningerne af majoritetsprincippet består i, at kapitalejerne kan træffe bestemmelser i en ejeraftale, der enten supplerer selskabslovens bestemmelser eller fraviger selskabets vedtægter.⁶³ Ved at indgå en sådan aftale kan kapitalejerne indirekte begrænse eller modificere majoritetens faktiske handlefrihed. En ejeraftale må dog ikke være i strid med ufravigelige bestemmelser i selskabsloven eller anden lovgivning.

4.3. Fortolkning af ejeraftaler

Ejerftaler skal fortolkes i overensstemmelse med almindelig aftalefortolkning. Udgangspunktet for aftalefortolkning mellem to parter er, at den subjektive fortolkning tillægges forrang. Ved denne fortolkningsmetode søges aftalens indhold fastlagt på baggrund af parternes fælles vilje og intentioner. Heri kan indgå de forretningsmæssige forhold, der har motiveret parterne til at indgå ejeraftalen.⁶⁴ I praksis kan det dog være vanskeligt at fastlægge parternes fælles vilje særligt, hvor ejerftalen er indgået mellem flere end blot to kapitalejere. I sådanne tilfælde vil udgangspunktet om subjektiv fortolkning ofte fraviges til fordel for mere objektive fortolkningsmomenter.⁶⁵

4.4. Tilsidesættelse af ejerftaler

Som anført i afsnit 4.2 er ejerftaler privatretlige aftaler og er dermed underlagt den almindelige aftaleret. Spørgsmålet om adgangen til at tilsidesætte bestemmelser i en ejerftale må derfor vurderes efter disse regler, herunder AFTL § 36 om urimelige aftalevilkår og forudsætningslæren.

Det skal bemærkes, at aftalelovens kapitel 3 om ugyldige viljeserklæringer også finder anvendelse på ejerftaler. Dog forekommer tilsidesættelse som følge af tilblivelsesmangler kun sjældent i praksis, hvorfor dette ikke behandles yderligere i nærværende specialet.⁶⁶

4.4.1. Urimeghed efter AFTL § 36

I medfør af AFTL § 36 kan en ejerftale ændres eller tilsidesættes helt eller delvis, hvis aftalen i sin helhed eller dele deraf konkret vil føre til urimelige resultater. Dette kan eksempelvis være tilfældet,

⁶³ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 411 f.

⁶⁴ Kruhl, Ejerftaler, s. 146 f.

⁶⁵ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler, s. 57

⁶⁶ Kruhl, Ejerftaler, s. 125

hvor der i en ejerftale er fastlagt principper for beregning af kursen for en forkøbsret og denne konkret viser sig urimelig.

AFTL § 36 har følgende ordlyd:

”En aftale kan ændres eller tilsidesættes helt eller delvis, hvis det vil være urimeligt eller i strid med redelig handlemåde at gøre den gældende. Det samme gælder andre retshandler”

Stk. 2. Ved afgørelsen efter stk. 1 tages hensyn til forholdene ved aftalens indgåelse, aftalens indhold og senere indtrufne omstændigheder”

Af bestemmelsen kan det udledes, at urimelighedsvurderingen beror på en konkret helhedsvurdering af ejerftalen, samt at en ejerftale ikke nødvendigvis bortfalder i sin helhed som følge af urimelighed, idet denne kan være begrænset til enkelte bestemmelser.

Anvendelsen af ALTL § 36 i erhvervsforhold er omdiskuteret i den juridiske litteratur. Dette skyldes navnlig hensynet til parternes professionalisme og behovet for forudberegnelighed i kommercielle forhold. AFTL § 36 har til hensigt at beskytte forbrugere og andre mod, at den anden part i et kontraktsforhold misbruger sin overlegne stilling ved at anvende vilkår, der ensidigt tilgodeser dennes egne interesser.⁶⁷ Der kan tilsvarende konstateres en vis tilbageholdenhed ved domstolene med hensyn til dens anvendelse, idet ejerftaler præsumptivt indgås mellem professionelle parter, hvor der formodes at foreligge en vis styrkemæssig jævnbyrdighed. Dette var tilfældet i J.U.1996.113.V (De Forenede Teglværker), der angik beregningen af en indløsningskurs. Kapitalejerne i det konkrete selskab havde aftalt en kurs for indløsning af kapitalandelene. Den aftalte kurs medførte imidlertid i, at salgsprisen for kapitalandelene udgjorde kr. 700.000, mens kapitalandelenes indre værdi udgjorde kr. 1.900.000. Vestre Landsret afviste, at den udtrædende kapitalejer kunne forhøje salgsprisen, så den svarede til den indre værdi, fordi der var tale om en velbegrundet aftale mellem ligeværdige parter.⁶⁸

AFTL § 36 kan dog efter omstændighederne anvendes i erhvervsforhold i situationer, der vil føre til et helt urimeligt resultat. Dette var tilfældet i U 1998.281 H, der omhandlede fusionsvilkårene for to

⁶⁷ Ibid., s. 131

⁶⁸ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler, s. 105 f.

brancheforeninger. Højesteret lagde i sin afgørelse vægt på, at der i den konkrete sag forelå ganske særlige omstændigheder, der kunne begrunde en tilsidesættelse, idet det måtte antages, at aftalevilkåret ikke kunne have haft til hensigt at regulere en situation som den foreliggende, samt at en håndhævelse af bestemmelsen ville føre til et urimeligt økonomisk resultat for den ene part. På denne baggrund tilsidesatte Højesteret aftalevilkåret i medfør af AFTL § 36.

Det kan dog ikke uden videre antages, at parterne i en ejerftale i alle tilfælde er professionelle aktører. AFTL § 36 kan derfor efter omstændighederne beskytte en aftalepart, der ikke har været i samme forhandlingsposition, som sin medkontrahent. Dette var tilfældet i U 2003.1067 SH (Exiqon), hvor et selskabs køberet til en medarbejders aktier blev tilsidesat i medfør af AFTL § 36. Dommen omhandlede en køberet, hvorefter selskabet havde ret til at købe en medarbejderaktionærs aktier til en fordelagtig pris, såfremt medarbejderen forlod selskabet inden for 3 år fra tegningstidspunktet. Efter 2 år blev medarbejderaktionæren opsagt af selskabet på grund af sygefravær. Sø- og Handelsretten fandt, at køberetten var ensidigt fastsat i selskabets interesse, idet den alene tillagde selskabet en ret, men ikke en pligt, til at tilbagekøbe aktierne. Det blev af retten anset for urimeligt at gøre en sådan bestemmelse gældende, hvorfor den blev tilsidesat i medfør af AFTL § 36. Der kan endvidere henvises til U 2011.2654 H (MACH), hvor et selskab var tillagt en køberet, der blev udløst ved en medarbejders fratrædelse, herunder i tilfælde hvor selskabet selv havde opsagt medarbejderen uden, at den pågældende havde misligholdt ansættelsesforholdet. Højesteret fandt, at en sådan bestemmelse var i strid med AFTL § 36.

4.4.2. Forudsætningslæren

En ejerftale kan tilsidesættes helt eller delvis efter forudsætningslæren, hvis der foreligger urigtige eller bristede forudsætninger, der har været væsentlige, kendelige og relevante for aftaleparten. En ejerftale har typisk karakter af en længerevarende aftale, hvorfor den ikke alene skal tage højde for forholdene på tidspunktet for aftalens indgåelse, men også for mulige fremtidige forhold. Da fremtidige omstændigheder ikke altid kan forudses, bliver forudsætningslæren derfor navnlig relevant i situationer, hvor de forudsætninger, hvorpå ejerftalen blev indgået, væsentligt har ændret sig over tid og derfor må anses for bristede.⁶⁹

⁶⁹ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 414

Netop forudsætningsspørgsmålet var til bedømmelse i en utrykt dom fra Vestre Landsrets dom af 16. juni 2008 i ankesagen VL B-1197-07. Sagen omhandlede to aktionærgrupper, som i 1970 havde indgået en aftale om, at den ene gruppe ikke kunne nedstemme den anden. Formålet med aftalen var at opretholde en ligelig fordeling af aktiekapitalen imellem de to aktionærgrupper. På aftaleindgåelsestidspunktet var aktiekapitalen omtrent ligeligt fordelt imellem de to aktionærgrupper, men over en årrække skete der imidlertid en forskydning i aktiekapitalens fordeling, således at den ene gruppe havde 86 pct. af aktiekapitalen og dermed majoriteten, mens den anden gruppe blot havde 14 pct. af aktiekapitalen. Majoriteten gjorde gældende, at forskydningen i aktiekapitalen udgjorde en bristede forudsætning, hvorfor aftalen var bortfaldet. Majoriteten fik medhold i begge instanser.⁷⁰ Dommen illustrerer, at de forudsætninger, hvorpå en ejerftale er indgået, kan udvikle sig i en sådan grad over tid, at det vil være urimeligt at opretholde aftalen, eksempelvis ved senere ændringer i ejerstrukturen.

Det er imidlertid ikke enhver forudsætningsbrist, der kan begrunde, at en part kan træde tilbage fra en ejerftale. I U 1996.1550 H var det ikke en relevant forudsætningsbrist, at en risikabel investering viste sig ikke at give økonomisk afkast.

4.4.3. Retsvirkningen af en ugyldig ejerftale

Ved tilsidesættelse af en ejerftale som følge af ugyldighed får aftalen ikke virkning efter sit indhold. En sådan tilsidesættelse indebærer, at kapitalejerne afskæres fra at kunne kræve naturalopfyldelse eller erstatning ud fra den positive opfyldelsesinteresse. Ugyldigheden kan efter omstændighederne være begrænset til enkelte bestemmelser i ejerftalen. I sådanne tilfælde skal den gyldige del af ejerftalen opfyldes in natura, og kapitalejerne vil kunne kræve erstatning ud fra den positive opfyldelsesinteresse for så vidt angår den gyldige del.⁷¹

Såfremt en ejerftale tilsidesættes i sin helhed, medfører det, at selskabslovens deklatoriske bestemmelser finder anvendelse. Denne retsvirkning kan være særligt indgribende for en minoritetskapitalejer, idet både majoritetsprincippet og udgangspunktet om kapitalandelenes frie omsættelighed da vil finde anvendelse. En minoritetskapitalejer bør derfor overveje, om det er hensigtsmæssigt for dennes position i selskabet at gøre gældende, at ejerftalen er ugyldig i sin

⁷⁰ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler, s. 107

⁷¹ Ibid., s. 108. Ved den positive opfyldelsesinteresse stilles den pågældende som om aftalen var blevet opfyldt efter sit indhold.

helhed, eller om det i stedet vil være mere hensigtsmæssigt at ratihabere den ugyldige ejeraftale.⁷² Såfremt kapitalejeren i en sådan situation ikke ønsker at ratihabere den ugyldige ejeraftale, opstår spørgsmålet om, hvorvidt ugyldigheden kan medføre en ret eller pligt til indløsning efter selskabslovens indløsningsregler. Det selskabsretlige udgangspunkt er, at en kapitalejer hverken har ret eller pligt til indløsning.⁷³ Selskabsloven indeholder imidlertid fire undtagelser til dette udgangspunkt.

For det første kan der i medfør af SL § 69 være fastsat bestemmelser om indløsning i selskabets vedtægter. For det andet kan en minoritetskapitalejer have ret eller pligt til indløsning efter tvangsindløsningsreglerne i SL §§ 70 og 73, forudsat at ejerskabskravet om besiddelse af mindst 9/10 af selskabskapitalen og en tilsvarende del af stemmerne er opfyldt.⁷⁴ For det tredje gælder der i medfør af SL § 110 en indløsningsret for minoritetskapitalejere, hvor denne har stemt imod en vedtægtsændring efter SL § 107, stk. 2, nr. 1-4 og 6-7, men uden held. For det fjerde kan domstolene i medfør af SL § 362, stk. 2 og 3, i misbrugstilfælde træffe afgørelse om indløsning, såfremt en kapitalejer forsætligt eller groft uagtsomt har påført selskabet, andre kapitalejere, kapital selskabets kreditorer eller andre tredjemænd et tab og der foreligger risiko for fortsat misbrug. Henset til det skærpede tilregningskrav om forsæt eller grov uagtsomhed samt tabsbetingelsen, må det antages, at en ejeraftales ugyldighed ikke i sig selv vil kunne opfylde betingelser for indløsning i medfør af SL § 362, stk. 2 og 3.⁷⁵

Ved delvis ugyldighed, må kapitalejeren vurdere, om det samlet set vil medføre en forringelse af dennes position at gøre den delvise ugyldighed gældende.⁷⁶

4.5. Misligholdelse af ejeraftaler

Ejerftaler skal i medfør af det almindelige princip om aftalers bindende virkning som udgangspunkt opfyldes i overensstemmelse med deres indhold. Opfylder en eller flere af aftaleparterne ikke deres forpligtelser i henhold til aftalen foreligger der misligholdelse. Omfanget af de

⁷² Kruhl, Ejerftaler, s. 138 f.

⁷³ Jf. afsnit 3.2. om udgangspunktet om fri omsættelighed og afsnit 3.8. om indløsningsregler for nærmere gennemgang af udgangspunktet om fri omsættelighed og indløsning

⁷⁴ Jf. afsnit 3.8. om indløsningsregler

⁷⁵ Kruhl, Ejerftaler, s. 139

⁷⁶ Ibid.

misligholdelsesbeføjelser, der kan gøres gældende afhænger af den konkrete misligholdelse. I det følgende behandles de enkelte misligholdelsesbeføjelser.

4.5.1. Naturalopfyldelse

Det almindelige princip om, at aftaler skal overholdes medfører, at den ikke-misligholdende part som udgangspunkt kan kræve naturalopfyldelse. For så vidt angår omsættelighedsbegrænsninger kan naturalopfyldelse kræves gennem foreløbige retsmidler efter retsplejeloven ved at der nedlægges midlertidigt forbud mod et påtænkt salg i strid med en omsættelighedsbegrænsning.⁷⁷

4.5.2. Erstatning

Såfremt en eller flere aftalparter misligholder deres forpligtelser i henhold til ejaftalen, og medkontrahenten/-erne derved lider et økonomisk tab, kan disse kræve erstatning efter dansk rets almindelige regler om erstatning i kontrakt. Erstatning forudsætter opfyldelse af de fire erstatningsretlige betingelser: tab, ansvarsgrundlag, kausalitet og adækvans. I praksis vil det imidlertid sjældent være muligt for den eller de ikke-misligholdende parter at påvise et økonomisk tab, der er en kausal følge af misligholdelsen, hvorfor det kan være mere fordelagtigt i stedet at aftale, at der i tilfælde af misligholdelse skal betales en konventionalbod.⁷⁸

4.5.3. Konventionalbod

Konventionalbod anvendes typisk som et alternativ til erstatningsbeføjelsen, idet et erstatningskrav forudsætter, at der kan dokumenteres et økonomisk tab, hvilket kan være vanskeligt. Konventionalbod er en på forhånd fastsat standardiseret erstatning, der skal betales ved misligholdelse af en eller flere af ejaftalens bestemmelser. Ulempen ved en sådan bod er, at ejerskabet ikke berøres, idet den misligholdende kapitalejer kan betale konventionalboden og herefter fortsat udøve sine ejerbeføjelser i selskabet.⁷⁹

4.5.4. Ophævelse

Ophævelse af en ejaftale som følge af misligholdelse kræver, at misligholdelsen kan karakteriseres som væsentlig. Det afhænger af en konkret vurdering, hvornår en misligholdelse kan karakteriseres

⁷⁷ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejaftaler, s. 110 f.

⁷⁸ Kruhl, Ejaftaler, s. 223 f.

⁷⁹ Ibid., s. 229

som væsentlig, men i vurderingen kan det indgå som et moment, hvor kvalificerede misligholdelsen er.⁸⁰

Som anført i afsnit 4.4.3. om retsvirkningen af en ugyldig ejerftale, bør den ikke-misligholdende part overveje hensigtsmæssigheden af en ophævelse i lyset af de konsekvenser, en sådan disposition kan have for den pågældende kapitalejers position i selskabet, navnlig hvor den eller de ikke-misligholdende parter er minoritetskapitalejere. Ophævelse af en ejerftale medfører, at den eller de ikke-misligholdende parter ikke længere er omfattet af ejerftalen, hvorved selskabslovens deklaratoriske bestemmelser finder anvendelse. Dette kan medføre en forringelse af minoritetskapitalejerens retsstilling i forhold til den, der følger af ejerftalen. I praksis aftales det derfor ofte, at væsentlig misligholdelse udløser en køberet for den ikke-misligholdende part til en favorable pris.⁸¹

4.6. Sammenfattende bemærkninger

På baggrund af ovenstående gennemgang af det retlige grundlag for ejerftaler kan det sammenfattes, at ejerftaler er privatretlige aftaler, der har til formål at regulere kapitalejeres indbyrdes rettigheder og forpligter. Ejerftaler er underlagt det aftaleretlige udgangspunkt om aftalefrihed, hvorfor omsættelighedsbegrænsninger kan reguleres i en ejerftale, i det omfang de ikke medfører et urimeligt resultat eller strider mod ufravigelige bestemmelser i selskabsloven. Tærsklen for urimelighed må antages at være højere i erhvervsforhold henset til domstolenes tilbageholdende anvendelse af AFTL § 36. Omsættelighedsbegrænsninger i en ejerftale kan håndhæves i form af misligholdelsesbeføjelser, herunder naturalopfyldelse, erstatning, konventionalbod og ophævelse. I praksis forekommer det ofte, at der aftales en konventionalbod, idet naturalopfyldelse og ophævelse sjældent vil være hensigtsmæssigt og erstatningsbeføjelsen typisk hindres af kravet om et dokumenterbart økonomisk tab.

Med henblik på den senere analyse af forholdet mellem ejerftaler og vedtægter i kapitel 6, er det relevant at foretage en nærmere gennemgang af selskabets vedtægter, hvilket følger nedenfor.

⁸⁰ Ibid., s. 224 f.

⁸¹ Ibid., s. 225

5. Vedtægter

5.1. Indledende bemærkninger

Begrebet »vedtægter« er i modsætning til ejeraftaler ikke defineret i selskabsloven. Begrebet er imidlertid defineret i den juridiske litteratur som et regelsæt, der udgør det retlige grundlag for selskabets eksistens og virksomhed (konstitution og funktion) sammen med den til enhver tid gældende selskabslovgivning.⁸² Vedtægterne er offentligt tilgængelige, idet de skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system, jf. SL § 14.

Vedtægterne udgør den anden af de to reguleringsformer for omsættelighedsbegrænsninger. Med henblik på at vurdere, i hvilket omfang sådanne begrænsninger kan/skal reguleres i vedtægterne, foretages i dette kapitel en analyse af vedtægternes retlige grundlag. I den forbindelse behandles vedtægternes indhold, fortolkning, ændringsadgang samt ugyldige vedtægtsbestemmelser. Kapitlet danner endvidere grundlag for den efterfølgende analyse af forholdet mellem ejeraftaler og vedtægter i kapitel 6.

5.2. Vedtægternes indhold

De emner som vedtægterne kan eller skal regulere, kan inddeles i tre kategorier: 1) obligatoriske emner, 2) betinget obligatoriske emner og 3) fakultative emner. Indholdskravene til vedtægterne er reguleret i SL §§ 28 og 29. SL § 28, nr. 1-7 indeholder en opregning af de obligatoriske emner, der skal fremgå af vedtægterne.⁸³ Det kan udledes af bestemmelsen, at de deri opregnede emner udgør minimumskravene til vedtægternes indhold, jf. ordet ”skal”. Vedtægterne skal således som minimum indeholde de opregnede emner i SL § 28, men vedtægternes indhold er samtidig ikke begrænset hertil. Til støtte for denne betragtning kan det anføres, at der af bemærkningerne til § 28 i lovforslaget fremgår følgende:

”Den foreslåede § 28 fastslår mindstekravene til et kapital-selskabs vedtægter. Der er intet til hinder for, at der under iagttagelse lovens øvrige regler optages supplerende bestemmelser i et kapital-selskabs vedtægter.”⁸⁴

⁸² Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 395

⁸³ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejeraftaler, s. 23 ff.

⁸⁴ LFF 2009-03-25 nr. 170, ”Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser”, ”Til § 28”

På baggrund af ovenstående bemærkning kan det fastslås, at SL § 28 ikke er til hinder for, at der kan optages supplerende bestemmelser i vedtægterne, hvilket bekræfter ovenstående betragtning. Sådanne supplerende bestemmelser betegnes betinget obligatoriske emner og er reguleret i SL § 29. Optagelsen af supplerende bestemmelser sker typisk ud fra et ønske om at tilvejebringe en bestemt retstilstand i selskabet. En sådan beslutning blandt kapitalejerne om at fravige selskabslovens bestemmelser, skal fremgå af selskabets vedtægter, jf. SL § 29, der har følgende ordlyd:

”Vedtægterne for et kapitalsselskab skal endvidere indeholde oplysning om de beslutninger, der efter denne lov skal optages i vedtægterne [...]”

Bestemmelsen stiller krav til de oplysninger, der skal fremgå af vedtægterne, hvis kapitalejerne vælger at træffe beslutning om at fravige selskabslovens udgangspunkt. Det skal bemærkes, at sådanne fravigelser også kan reguleres i en ejerftale.⁸⁵ Som eksempler på betinget obligatoriske emner kan blandt andet nævnes: bestemmelser om forkøbsret, jf. SL § 67, bestemmelser om samtykke til overgang af kapitalandele, jf. SL § 68 og bestemmelser om indløsning, jf. SL § 69.

For så vidt angår den sidste kategori af vedtægtsemner, nemlig de fakultative emner, kan det anføres, at selskabet har valgfrihed med hensyn til, om disse emner skal reguleres i vedtægterne. Blandt de hyppigst forekommende fakultative emner kan blandt andet nævnes gengivelse af lovregler i vedtægterne, særlige regler om udbytte, yderligere minoritetsbeskyttelsesregler end dem, der følger af selskabsloven, konfliktløsningsmodeller og meditation.⁸⁶

Det er imidlertid ikke ethvert forhold, der kan vedtægtsreguleres, blot fordi det ikke strider mod ufravigelige bestemmelser i selskabsloven. Regulering af et forhold i selskabets vedtægter forudsætter opfyldelse af kravet om vedtægtsrelevans. Dette krav følger både af Erhvervsstyrelsens administrative praksis og SL § 15. Kravet indebærer, at det alene er forhold, der vedrører selskabets konstitution eller fremtidige drift, der kan reguleres i vedtægterne.⁸⁷ Kravet om vedtægtsrelevans kan således anses for at udgøre en materiel begrænsning af vedtægternes indhold. Ved optagelse af bestemmelser i vedtægterne, der ikke opfylder kravet om vedtægtsrelevans, kan og må Erhvervsstyrelsen afvise at registrere bestemmelsen.⁸⁸ Erhvervsstyrelsen kan ligeledes afvise at

⁸⁵ Der henvises til kapitel 5 for en nærmere gennemgang af forholdet mellem ejerftaler og vedtægter

⁸⁶ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler, s. 28 f.

⁸⁷ Ibid., s. 30

⁸⁸ Ibid.

registrere en vedtægtsbestemmelse vis formulering ikke er entydig. Dette var tilfældet i Erhvervsankenævnets kendelse af 3. april 1995⁸⁹, hvor Erhvervsstyrelsen havde afvist at registrere en vedtægtsbestemmelse fordi den var uklart formuleret. Kendelsen blev indklaget til Erhvervsankenævnet, der udtalte følgende:

”[...] vedtægternes § 5 i deres nuværende formulering kan give anledning til misforståelser, og [...] bestemmelsen [må] derfor, hvis den ønskes opretholdt, [...] omformuleres, således at det præciseres, at [...]”

Af udtalelsen kan det udledes, at der for registrering af vedtægtsbestemmelser gælder et klarhedskrav. Kravet indebærer, at en vedtægtsbestemmelse skal være så præcist formuleret, at den ikke kan give anledning til misforståelser. Såfremt en bestemmelse ikke opfylder dette krav, må det antages, at den ikke kan danne grundlag for registrering, og at Erhvervsstyrelsen derfor vil kunne nægte registrering heraf.

5.3. Fortolkning af vedtægter

Ved fortolkning af vedtægter tages der udgangspunkt i en objektiv fortolkning, idet vedtægterne finder anvendelse på en ubestemt kreds af personer. Denne fortolkningsstil anvendes, idet kapitalejerne ikke nødvendigvis er bekendt med de bagvedliggende overvejelser af hver vedtægtsbestemmelse.⁹⁰

Ved en sådan objektiv fortolkning tages der hensyn til, hvordan en udenforstående med rimelighed ville kunne forventes at opfatte vedtægterne, og der bortses fra kapitalejernes intentioner og selskabets praksis.⁹¹

Det skal dog bemærkes, at den objektiverede vedtægtsfortolkning i nogle tilfælde kan nærme sig den subjektive fortolkningsmetode. Dette gælder eksempelvis, hvor to parter driver et anpartsselskab, hvori de er de eneste to ejere, og der opstår tvivl om fortolkning af en vedtægtsbestemmelse, som de formulerede ved selskabets stiftelse. I en sådan situation er der ingen rimelig grund til at anvende den objektive fortolkning.⁹² I forlængelse heraf kan det anføres, at vedtægter i nogen grad må fortolkes i overensstemmelse med deres formål; en formålsfortolkning. Dette var tilfældet i U 1994.234 H

⁸⁹ Sagsnr. 94-51.120

⁹⁰ Bet. nr. 1498/2008, s. 185

⁹¹ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 396

⁹² Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler, s. 43

(Louis Poulsen A/S), hvor Højesteret fortolkede en vedtægtsbestemmelse under hensyntagen til dens formål. Det skal hertil bemærkes, at der er grænser for rækkevidden af en sådan formålsfortolkning, idet den alene kan angive en rettesnor for valget af fortolkningsmetode, og ikke kan tillægges afgørende betydning, såfremt en klar sproglig fortolkning taler imod.⁹³

5.4. Vedtægtsændringer

Hovedreglen om beslutningskrav ved vedtægtsændringer følger af SL § 106, stk. 1, hvorefter en vedtægtsændring kun er gyldig, hvis den tiltrædes af mindst 2/3 af såvel de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital. Dette majoritetskrav benævnes også vedtægtsændringsmajoritet eller det dobbelte 2/3-flertal.

For visse vedtægtsændringer, herunder ændringer af omsættelighedsbegrænsninger, gælder imidlertid et skærpet majoritetskrav, jf. SL § 107, stk. 2, nr. 1-7. Dette skyldes, at de i bestemmelsen opregnede vedtægtsændringer anses for at være af vidtrækkende karakter.⁹⁴ Det skærpede majoritetskrav indebærer, at en vedtægtsændring alene kan gennemføres, hvis mindst 9/10 af såvel de afgivne stemmer som den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital, tiltræder den. SL § 107, stk. 2, nr. 1-7, indeholder en udtømmende opregning af de tilfælde, hvor det skærpede majoritetskrav er påkrævet.

For så vidt angår omsættelighedsbegrænsninger følger det af SL § 107, stk. 2, nr. 2, at:

”Beslutning, hvorved kapitalandelenes omsættelighed begrænses eller eksisterende begrænsninger skærpes, herunder vedtagelse af bestemmelser om, at kapital-selskabets samtykke kræves til overdragelse af kapitalandele, eller at ingen kapitalejer kan besidde kapitalandele ud over en nærmere fastsat del af selskabskapitalen.”

Af bestemmelsens ordlyd fremgår det, at det skærpede majoritetskrav gælder ved indførelse af nye begrænsninger og ved skærpelse af eksisterende begrænsninger. En skærpelse af en eksisterende bestemmelse kan eksempelvis bestå i en udvidelse af den forkøbsberettigede personkreds. Bestemmelsen omfatter derimod ikke lempelse eller ophævelse af omsættelighedsbegrænsninger.

⁹³ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 397

⁹⁴ Ibid., s. 515

Modsætningsvis må det derfor antages, at sådanne ændringer ikke kræver skærpet majoritet, og at disse derfor kan vedtages med almindelig vedtægtsændringsmajoritet, jf. SL § 106, stk. 1.

Af forarbejderne til SL § 107, stk. 2, fremgår det, at hensigten med det skærpede majoritetskrav, er at sikre en rimelig balance mellem hensynet til kapitalsekskabets og minoritetens interesse.⁹⁵ Dette hensyn understøttes af SL § 110, hvorefter der gælder en indløsningsret for en kapitalejer, der på generalforsamling har stemt imod en vidtrækkende vedtægtsændring efter SL § 107, stk. 2, nr. 1-4, nr. 6 eller nr. 7, men hvor ændringen alligevel er blevet vedtaget.

Såfremt der træffes beslutning om ændring af selskabets vedtægter, skal det centrale ledelsesorgan⁹⁶ senest 2 uger efter den retsstiftende beslutning anmelde ændringen til Erhvervsstyrelsen, jf. SL § 11, jf. § 9.⁹⁷ Indtil vedtægtsændringen er offentliggjort i Erhvervsstyrelsens it-system, kan den ikke håndhæves over for tredjemand, medmindre det bevises, at denne har haft kendskab hertil, jf. SL § 14, stk. 3.

5.5. Ugyldige vedtægtsbestemmelser

Dette afsnit behandler ugyldige vedtægtsbestemmelser, herunder tilsidesættelse som følge af formel og materiel ugyldighed, samt den særlige adgang til domsstoleprøvelse, der gælder for vedtægtsbestemte priser og vilkår for forkøbsrettigheder i medfør af SL § 67, stk. 1, 2. pkt.

5.5.1. Formel og materiel ugyldighed

En vedtægtsbestemmelse kan tilsidesættes i sin helhed eller konkret ud fra tre hensyn: 1) generel retsstridighed, 2) tilblivelsesmangler eller 3) retsstridighed i dens konkrete anvendelse.⁹⁸

Det første hensyn angår bestemmelsens generelle retsstridighed, som kan foreligge, hvor en vedtægtsbestemmelse er i strid med ufravigelige bestemmelser i selskabsloven eller ufravigelige bestemmelser i anden lovgivning.⁹⁹ Dette var tilfældet i U 1990.271 Ø, hvor Østre Landsret tilsidesatte en vedtægtsændring med henvisning til, at denne var i strid med en uskreven selskabsretlig lighedsgrundsætning.

⁹⁵ Bet. nr. 1498/2008, s. 872

⁹⁶ Bestyrelsen i de selskaber, hvor der er en sådan og ellers direktionen, jf. SL § 5, nr. 4

⁹⁷ Erhvervsstyrelsens vejledning om ledelses-, revisor- og vedtægtsændringer af 4. september 2023

⁹⁸ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejaftaler, s. 45 f.

⁹⁹ Ibid.

Det andet hensyn angår bestemmelsens tilblivelse. Vedtægtsbestemmelsens tilblivelse kan være retsstridig fordi selskabslovens og/eller vedtægternes majoritets- eller quorumforskrifter ikke var opfyldt på vedtagelsestidspunktet. Dette kan for eksempel være tilfældet, hvor vedtægterne kræver et kvalificeret flertal - dobbelt 9/10 majoritet efter SL § 107 - for at kunne gennemføre en given vedtægtsændring, og beslutningen kun er gennemført med almindelig vedtægtsændringsmajoritet, jf. SL § 106. I en sådan situation skal anfægtelse af gyldigheden af vedtægtsbestemmelsens tilblivelse være anlagt inden 3 måneder fra vedtagelsen, jf. SL § 109, stk. 2.¹⁰⁰

Det tredje hensyn angår bestemmelsens retsstridighed i dens konkrete anvendelse. En sådan situation kan forekomme, hvor bestemmelsens materielle indhold isoleret set er lovligt, men hvor dens anvendelse i den konkrete situation må anses for retsstridig, fordi den fører til klart urimelige resultater. Retsvirkningen heraf er, at bestemmelsen fortsat består som en del af vedtægtsgrundlaget, men tilsidesættes i den konkrete situation. Omfattet af dette tredje hensyn er også tilfælde, hvor bestemmelsen på tidspunktet for indføjelser i vedtægterne var rimelig, men hvor forholdene over tid har ændret sig på en sådan måde, at det vil føre til åbenbart urimelige resultater at gøre bestemmelsen gældende. I sådanne tilfælde vil generalklausul i SL § 108, efter omstændighederne i kombination med AFTL § 36 kunne føre til en konkret tilsidesættelse af bestemmelsen.¹⁰¹ Dette var tilfældet i U 1991.4 H, hvor en vedtægtsbestemmelse blev tilsidesat efter 19 år i medfør af AFTL § 36 og U 1987.801 H, hvor en vedtægtsbestemmelse blev tilsidesat efter 16 år i medfør af AFTL § 36.

5.5.2. Tilsidesættelse af en vedtægtsbestemt pris eller vilkår, jf. SL § 67, stk. 1, 2. pkt.

Hvis vedtægterne indeholder bestemmelser om en forkøbsret og den deri fastsatte pris eller vilkår for forkøbsrettens udøvelse forekommer åbenbart urimelig, kan der ske hel eller delvis tilsidesættelse af prisen eller vilkåret ved dom, jf. SL § 67, stk. 1, 2. pkt.¹⁰² Ifølge forarbejderne har bestemmelsen til formål at regulere de tilfælde, hvor prisen ikke fastsættes på baggrund af almindelige markedsmekanismer og der ikke foreligger et tilbud fra tredjemand.¹⁰³

¹⁰⁰ Ibid., s. 46

¹⁰¹ Ibid.

¹⁰² Denne adgang til domstolsprøvelse gælder ligeledes for vedtægtsbestemte indløsningsregler, jf. henvisningen til SL § 67 i SL § 69

¹⁰³ LFF 2009-03-25 nr. 170, ”Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser”, ”Til § 67”

Spørgsmålet er herefter, hvornår en pris eller et vilkår kan anses som åbenbart urimeligt i selskabslovens forstand. Af bemærkningerne til § 67 i lovforslaget fremgår det, at åbenbar urimelig foreligger, når prisen er helt uventet og for alle parter uforudsigelig.¹⁰⁴ Hvor der er tale om erhvervsdrivende, er kravet til den åbenbare urimelighed skærpet, hvilket følger af J.U. 1996.113 V, der fastslog, at en vedtægtsbestemt indløsningskurs ikke var åbenbart urimelig, selv om den regnskabsmæssige indre værdi afveg væsentligt fra den vedtægtsbestemte kurs.¹⁰⁵

5.6. Sammenfattende bemærkninger

På baggrund af ovenstående gennemgang af det retlig grundlag for vedtægter kan det konstateres, at vedtægterne udgør retsgrundlaget for selskabets konstitution og virksomhed. Vedtægternes indhold reguleres dels af selskabsloven og kravet om vedtægtsrelevans og klarhed. Af selskabsloven følger dels obligatoriske indholds krav, jf. SL § 28 og emner, som det er valgfrit for selskabet at implementere, jf. SL § 29. Kravet om vedtægtsrelevans, jf. SL § 15, indebærer en materiel begrænsning af vedtægternes indhold. Adgangen til at ændre vedtægterne er ligeledes reguleret i selskabsloven, som indeholder en række formelle krav til gennemførelsen heraf, jf. SL §§ 106-107. Endvidere kan vedtægtsbestemmelser tilsidesættes som urimelig, hvis de er generelt retsstridige, lider af tilblivelsesmangler eller deres konkrete anvendelse fører til et åbenbart urimeligt resultat. For priser eller vilkår i en vedtægtsbestemt forkøbsret gælder der en særlig hjemmel til domstolsprøvelse i medfør af SL § 67, stk. 1, 2. pkt.

6. Forholdet mellem ejeraftaler og vedtægter

6.1. Indledende bemærkninger

Forholdet mellem ejeraftaler og vedtægter har væsentlig betydning ved regulering af omsættelighedsbegrænsninger, idet valget af reguleringsform medfører forskellige retsvirkninger for selskabet og kapitalejerne. Disse retsvirkninger behandles nedenfor.

6.2. Det selskabsretlige hierarki

Selskabsloven indeholder ikke bestemmelser om forholdet mellem ejeraftaler og vedtægter, men sådanne betragtninger følger af forarbejderne til SL § 82:

¹⁰⁴ Ibid.

¹⁰⁵ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 362

”Udvalget til Modernisering af selskabsretten finder således at der er behov for at præcisere, at selskabsloven er øverst i det selskabsretlige hierarki. Herefter kommer kapital-selskabets vedtægter, og først efter disse retskilder kommer en eventuel ejer-aftale. En sådan overenskomst [ejer-aftale] må som følge heraf ikke være i strid med selskabslovgivningen eller det konkrete selskabs vedtægter.”¹⁰⁶

Af udsagnets ordlyd synes det at fremgå, at ejer-aftaler ikke må være i strid med det konkrete selskabs vedtægter. Dette synspunkt forekommer imidlertid betænkeligt, idet ejer-aftaler netop kan have til formål at fravige selskabets vedtægter. Det forekommer derfor usandsynligt, at det har været hensigten, at ejer-aftaler ikke må indeholde bestemmelser, der fraviger selskabets vedtægter. En sådan forståelse ville i praksis kunne udhule ejer-aftalers selvstændige funktion og betydning. Såfremt enhver materiel afvigelse fra selskabets vedtægter medførte ugyldighed af den pågældende bestemmelse, ville ejer-aftaler i realiteten reduceres til at udgøre en gengivelse af vedtægternes indhold og dermed fremstå overflødige.

Det tiltrædes af Kruhl, at det ovenstående udsagn om, at ejer-aftaler ikke må være i strid med selskabets vedtægter, imidlertid næppe er korrekt. Kruhl anfører, at det ikke er hensigtsmæssigt at arbejde med særegne retskildehierarkier uden normativt indhold, idet sådanne hierarkier er egnet til at skabe fejlagtige forestillinger om forholdet mellem kapital-selskabsretten og aftaleretten.¹⁰⁷ Werlauff og Søgaard bemærker tillige, at moderniseringsudvalgets udtalelse ikke er korrekt.¹⁰⁸

På baggrund af ovenstående betragtninger må det antages, at udsagnet ikke skal forstås ud fra dets ordlyd, men fortolkes i sammenhæng med SL § 82. Det må herefter lægges til grund, at udsagnet skal forstås således, at SL § 82 ikke er til hinder for indgåelse af ejer-aftaler, hvis indhold fraviger selskabets vedtægter. En modsat fortolkning må antages at kunne underminere ejer-aftalers formål og funktion, som netop kan være at fravige vedtægterne.

¹⁰⁶ Bet. 1498/2008, s. 281

¹⁰⁷ Kruhl, Ejer-aftaler, s. 102

¹⁰⁸ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 414

For så vidt angår udtalelsen om, at ejeraftaler ikke må være i strid med selskabsloven følger det allerede af Danske Lov 5-1-2 og den almindelige retlige trinfølge, at ufravigelige bestemmelser i selskabsloven ikke kan fraviges gennem vedtægterne eller en ejeraftale.¹⁰⁹

I forholdet mellem kapitalejerne kan det gennem en forrangsbestemmelse aftales, at ejeraftalen skal have forrang inter partes. Før selskabslovens ikrafttrædelse fulgte dette af præmisserne i U 1991.133 H (Louis Poulsen & Co. A/S), hvor en kapitalejergruppe havde indgået en ejeraftale, som modificerede en vedtægtsbestemt forkøbsret. I dommen blev ejeraftalen af Højesteret tillagt forrang for vedtægterne i forholdet mellem kapitalejerne, og disse kunne derfor ikke påberåbe sig vedtægternes bestemmelser. Spørgsmålet er imidlertid om den tidligere retstilstand også kan anses for gældende efter selskabslovens ikrafttrædelse. I forarbejderne til SL § 82 er det anført:

*”Kapitalejerne kan i ejeraftalen aftale, at denne skal nyde forrang frem for vedtægterne i det indbyrdes forhold mellem kapitalejerne.”*¹¹⁰

Forarbejderne bekræfter således, at det fortsat er muligt at aftale forrang inter partes. Det antages i den juridiske litteratur, at der selv uden en sådan forrangsbestemmelse i ejeraftalen gælder en (afkræftelig) formodningsregel om ejeraftalens forrang.¹¹¹ Til støtte for den nævnte formodningsregel kan det anføres, at det må antages at kunne underminere formålet med indgåelse af ejeraftaler, såfremt en kapitalejer i det interne forhold alligevel kunne påberåbe sig vedtægternes bestemmelser, når disse i den konkrete situation er mere fordelagtige, uanset at hensigten med ejeraftalen netop har været at fravige vedtægterne. Det ville således kunne medføre en potentiel omgåelsesrisiko af ejeraftalen, hvis vedtægterne kunne påberåbes opportunistisk i en sådan situation som den anførte.

6.3. Retsvirkningerne af SL § 82

Dette afsnit behandler retsvirkningerne af SL § 82, hvorefter ejeraftaler ikke er bindende for kapitalsekskabet og de beslutninger, der træffes på generalforsamlingen. Først behandles bestemmelsens retsvirkninger i forhold til selskabet, dernæst i forhold til generalforsamlingen og afslutningsvis i forhold til erhververe af kapitalandele i selskabet.

¹⁰⁹ Kruhl, Ejerftaler, s. 97

¹¹⁰ Bet. nr. 1498/2008, s. 281

¹¹¹ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 414 og Kruhl, Ejerftaler, s. 104 og Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejerftaler, s. 72

6.3.1. Retsvirkninger for selskabet

Ifølge SL § 82, 1. led, er ejeraftaler ikke er bindende for selskabet. Dette indebærer, at ejeraftaler ikke tillægges selskabsretlig virkning. For så vidt angår omsættelighedsbegrænsninger medfører det, at selskabet ikke er bundet af aftalebaserede omsættelighedsbegrænsning. Selskabet har således både ret og pligt til at notere et ejerskifte i ejerbogen, selv om overdragelsen eller anden overgang er foretaget i strid med en ejeraftale, forudsat at vedtægterne ikke indeholder bestemmelser, der er til hinder for erhvervelsen, jf. SL § 53, stk. 2.¹¹² Såfremt kapitalejerne vil sikre sig mod registrering af et ejerskifte i strid med deres ejeraftale, må de enten forankre omsættelighedsbegrænsningen i vedtægterne eller aftale misligholdelsesbeføjelser.¹¹³

SL § 82 rejser ligeledes spørgsmålet, om et selskab kan være part i en ejeraftale. Af bemærkningerne til bestemmelsen i lovforslaget er det anført:

”Udvalget til Modernisering af Selskabsretten finder således, at det vil skabe en klar retstilstand, såfremt det slås fast i selskabslovgivningen, at et kapitalselskab som sådant ikke kan blive selskabsretligt bundet af en aktionær- eller anpartshaveraftale [ejeraftale]. Hvis et selskab ejer egne kapitalandele og i denne forbindelse indgår en ejeraftale, vil selskabet imidlertid kunne blive bundet som ejer interpartes og efter omstændighederne kunne holdes ansvarlig for brud på aftalen efter de aftaleretlige regler.”¹¹⁴

På baggrund af bemærkningen kan det konstateres, at SL § 82 ikke er til hinder for, at et selskab, der ejer egne kapitalandele i henhold til SL § 196, tiltræder en ejeraftale i sin egenskab af kapitalejer. Det skal i den forbindelse bemærkes, at selskabet alene kan blive bundet af en ejeraftale, hvori det selv er aftalepart, der kan således ikke opnå bindende virkning over for selskabet ved at lade dette tiltræde en ejeraftale, hvori det ikke er aftalepart. SL § 82 kan således ikke omgås ved at lade selskabet tiltræde ejeraftalen eller ved at underrette selskabet om dens eksistens.¹¹⁵

SL § 82 indebærer alene, at ejeraftaler ikke kan skabe pligt for selskabet. Herved kan spørgsmålet rejses, om ejeraftaler kan skabe ret for selskabet. Et sådant spørgsmål må afgøres ud fra almindelige

¹¹² Werlauff, U.2010B.130, s. 131

¹¹³ Jf. afsnit 4.5. om misligholdelse af ejeraftaler

¹¹⁴ LFF 2009-03-25 nr. 170, ”Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser”, ”Til § 82”

¹¹⁵ Werlauff, U.2010B.130, s. 131

obligationsretlige grundsætninger om egentlige og uegentlige tredjemandsløfter. Ud fra denne betragtning vil aftalebaserede omsættelighedsbegrænsninger efter omstændighederne kunne påberåbes af selskabet, hvis disse også er i selskabets interesse, jf. U 1991.130 H (Louis Poulsen & Co. A/S).¹¹⁶

6.3.2. Retsvirkninger for generalforsamlingen

Ifølge SL § 82, 2. led, er ejeraftaler ikke bindende for de beslutninger, der træffes på generalforsamlingen. Beslutninger på generalforsamlingen skal således træffes uden hensyntagen til eventuelle ejeraftaler. Denne forståelse understøttes tillige af bemærkningerne til § 82 i lovforslaget:

*”Kapitalejere kan derfor som hidtil indgå sådanne aftaler [ejeraftaler], men sådanne aftaler har ikke betydning for beslutningers selskabsretlige gyldighed. [...] Aftalerne er således ikke bindende for beslutninger truffet på generalforsamlingen, der alene træffes i henhold til lov og vedtægter. Det kan indebære, at aftalen krænkes, hvilket kan have civilretlige, herunder aftaleretlige, konsekvenser for aftalens parter, men det berører ikke lovligheden af beslutninger truffet på generalforsamlingen [...]”*¹¹⁷

Den ovenfor anførte bemærkning til § 82 understreger retsvirkningen af ejeraftalers manglende selskabsretlige gennemslagskraft, der medfører, at dirigenten på generalforsamlingen skal bortse fra ejeraftalen, og er retligt forpligtet til at fastholde en beslutning, der måtte være i strid med en ejeraftale. Det kan således konstateres, at gyldigheden af en generalforsamlingsbeslutning ikke påvirkes af, hvorvidt denne er i overensstemmelse med en ejeraftale.¹¹⁸

6.3.3. Retsvirkninger for erhververe af kapitalandele

Spørgsmålet om, hvorvidt aftalebaserede omsættelighedsbegrænsninger kan opnå tingslig beskyttelse over for erhververe af kapitalandele, er omdiskuteret i den juridiske litteratur. Rækkevidden af SL § 82 er i den forbindelse ikke entydigt afklaret, hverken i lovgivningen eller i retspraksis.

Det skal bemærkes, at dette afsnit alene behandler den tingslige beskyttelse af omsættelighedsbegrænsninger vedrørende ikke-negotiable kapitalandele, der ikke er udstedt gennem

¹¹⁶ Se hertil også Tønder Fogedrets kendelse af 27. august 1993, FS 1576/93, hvor en bestemmelse i en ejeraftale kunne påberåbes af selskabet som sådan. Kendelsen er afsagt før selskabslovens ikrafttræden, men resultatet som antages at blive det samme i dag, jf. Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejeraftaler, 5. udgave, 2026, s. 96

¹¹⁷ LFF 2009-03-25 nr. 170, ”Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser”, ”Til § 82”

¹¹⁸ Kruhl, Ejerftaler, s. 207

en værdipapircentral, og hvortil der ikke er udstedt ejerbevis, og som overdrages til eje. Det behandles ikke, hvorvidt en ejerftale i sin helhed vil kunne håndhæves over for en aftaleerhverver, idet en ejerftale kan indeholde adskillige rettigheder og forpligtelser, hvoraf der i denne henseende ikke kan foretages en generalisering.¹¹⁹

SL § 65 regulerer i stk. 1 den tingslig beskyttelse mod overdragerens kreditorer, men stk. 2 regulerer dobbeltsalgssituationer. I dobbeltsalgssituationer gælder tidsprioriteten, hvorefter en senere erhverver kan ekstingvere en tidligere erhververs ret, hvis denne først giver denunciation til selskabet og i øvrigt er i god tro om rettighederne på denunciationstidspunktet. Bestemmelsen regulerer imidlertid ikke den tingslige beskyttelse mod overdragerens kreditorer ved direkte overdragelse til eje, hvilket giver anledning til at overveje, hvorvidt denne bestemmelse kan anvendes analogt.

Inddrages forarbejderne til bestemmelsen kan det konstateres, at denne situation ikke er omtalt heri. Det fremgår alene, at SL § 65 svarer nøje til gældsbrevslovens [GBL] § 31, stk. 1. og stk. 2.¹²⁰ Moderniseringsudvalgets ordvalg ”*svare nøje til*” må fortolkes således, at der kan sættes et vist lighedstegn mellem SL § 65 og GBL § 31. Dog må det antages, at formuleringen ikke kan fortolkes således, at anvendelsesområdet for de to bestemmelser kan sidestilles.

Dette analogisynspunkt støttes af Damgaard & Aschou, der anfører, at der kan sluttes analogt fra SL § 65, stk. 2, således at tinglig sikring kan opnås ved underretning til selskabet med heraf følgende notering i ejerbogen.¹²¹ Samme synspunkt støttes tillige af Kruhl.¹²²

Kritisk over for dette analogisynspunkt er Friis Hansen, der finder, at en sådan analogislutning er i strid med artikel 3, litra d, i det andet selskabsretlige direktiv.¹²³ Førnævnte artikel skal efter forfatterens opfattelse fortolkes således, at der skal ske offentliggørelse af omsættelighedsbegrænsninger af hensyn til tredjemand. Forfatteren betragter offentliggørelsen som en forudsætning for omsættelighedsbegrænsningens selskabsretlige gyldighed.¹²⁴

¹¹⁹ Ibid., s. 253 ff.

¹²⁰ Bet. nr. 1498/2008, s. 821

¹²¹ Damgaard, C. L.; Aschou, C. J., Omsættelighedsbegrænsninger i ejerftaler – rækkevidden af SL § 82, U2014B.171, s. 176 [herefter Damgaard & Aschou, U2014B.171]

¹²² Kruhl, Ejerftaler, s. 256 f.

¹²³ Direktiv 2012/30 (nu direktiv 2017/1132, artikel 4, litra d)

¹²⁴ Damgaard & Aschou, U2014B.171, s. 174

Det kan på baggrund af ovenstående konstateres, at der ikke er enighed i den juridiske litteratur om, hvorvidt der kan opnås tingslig beskyttelse af omsættelighedsbegrænsninger i en ejeraftale. Der synes dog at være en vis tilbøjelighed i litteraturen til at tilslutte sig analogisynspunktet, hvorefter en omsættelighedsbegrænsning i en ejeraftale må antages at kunne opnå omsætningsbeskyttelse, såfremt der er foretaget en behørig denunciation over for selskabet eller førere af ejerbogen, jf. SL § 65, stk. 2, analogt.¹²⁵

6.4. Sammenkædning af ejeraftaler og vedtægter

På baggrund af de ovenfor anførte retsvirkninger af SL § 82, kan det konstateres, at ejeraftaler ikke tillægges selskabsretlig virkning. For, at en omsættelighedsbegrænsning kan få selskabsretlig virkning, må den forankres i vedtægterne. Det bør i den forbindelse overvejes, hvorvidt det er mulighed at sammenkæde vedtægterne og ejeraftalen.

Reglen i SL § 14, stk. 2, hvorefter enhver oplysning, der offentliggøres gennem Erhvervsstyrelsens it-system anses for at være kommet tredjemand til kundskab indebærer, at kapitalejerne kan have interesse i at henvise til en ejeraftale i vedtægterne for derved at tillægge den selskabsretlig virkning. Erhvervsstyrelsen har imidlertid en fast administrativ praksis, ifølge hvilken styrelsen nægter at registrere vedtægtsbestemmelser, der indeholder en henvisning til en ejeraftale. Den administrative praksis fremgår af såvel Erhvervsstyrelsens vejledning om ejeraftaler af 1. juli 2010 og bemærkningerne til SL § 28 i lovforslaget, hvoraf det fremgår:

”I henhold til Erhvervs- og selskabsstyrelsens [Erhvervsstyrelsen] gældende praksis kan der ikke i et kapital-selskabs vedtægter henvises til en aktionæraftale eller anpartshaveraftale [ejerftale]. [...] For at undgå uklarhed om ejerftalers status, vil det således fortsat ikke være muligt at henvise til en ejerftale i vedtægterne.”¹²⁶

Ovenstående bemærkning kunne umiddelbart give anledning til at tro, at enhver henvisning til en ejerftale vil medføre registreringsnægtelse hos Erhvervsstyrelsen. Dette er imidlertid ikke tilfældet. I Erhvervsstyrelsens vejledning, har styrelsen tilkendegivet, at der på nogle punkter kan foretages en

¹²⁵ Kruhl, Ejerftaler, s. 255 f.

¹²⁶ Erhvervsstyrelsens vejledning om ejerftaler (aktionæroverenskomster) af 1. juli 2010 og LFF 2009-03-25 nr. 170, ”Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser”, ”Til § 28”

sammenkædning af ejeraftaler og vedtægterne.¹²⁷ Det gælder efter styrelsens opfattelse for bestemmelser om overdragelse af kapitalandele, eksempelvis forkøbsret, samtykkekrav eller indløsningsbestemmelser. I praksis ses det ofte, at en vedtægtsbestemt samtykkeklausul knyttes sammen med ejeraftalens omsættelighedsbegrænsninger, hvilket tillades efter styrelsens praksis.

På baggrund af ovenstående betragtning, hvorefter en sammenkædning i visse situationer kan foretages, herunder ved samtykkeklausuler, opstår spørgsmålet, om en tilsvarende sammenkædning kan foretages gennem en vedtægtsbestemt samtykkeklausul, hvorefter samtykket betinges af erhververens tiltrædelse af ejeraftalen. Den juridiske litteratur synes at være splittet i denne henseende.

Kritisk over for denne mulighed stiller Werlauff & Søgaard sig, der anfører, at en sådan betingelse vil være i strid med SL § 82, idet ejeraftalen i så fald får en vis form for bindende virkning for selskabet. Dette vil indebære en pligt til at afslå samtykke til en overdragelse, hvor erhververen ikke ønsker at tiltræde ejeraftalen. Forfatterne mener dog ikke, at SL § 82 er til hinder for, at spørgsmålet om erhververens velvilje til at tiltræde ejeraftalen kan indgå i selskabets beslutningsgrundlag om meddelelse af samtykke.¹²⁸

I modsætning hertil antager Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, at SL § 82 ikke er til hinder for at opstille en sådan betingelse. Dette synspunkt tiltrædes af Kruhl, der fremhæver, at Erhvervsstyrelsen anerkender muligheden for at sammenkæde vedtægter og ejeraftaler i relation til forkøbsrettigheder, hvilket efter hans opfattelse tilsiger, at det tilsvarende bør være muligt for samtykkeklausuler.¹²⁹

Selvom der, som anført af Werlauff & Søgaard, kan fremføres argumenter for, at forholdet omfattes af ordlyden i SL § 82, må det dog på baggrund af Erhvervsstyrelsens udtalelse samt det af Kruhl anførte antages, at det ikke er i strid med SL § 82, at betinge samtykke af erhververens tiltrædelse af ejeraftalen. Det lægges til grund for denne antagelse, at bindingen ikke følger af ejeraftalen, men derimod af vedtægterne.

¹²⁷ Erhvervsstyrelsens vejledning om ejeraftaler (aktionæroverenskomster) af 1. juli 2010

¹²⁸ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 366

¹²⁹ Kruhl, Ejerftaler, s. 110

6.5. Hensyn ved valg af reguleringsform

På baggrund af de ovenfor anførte betragtninger om forholdet mellem ejerftaler og vedtægter kan det konstateres, at ejerftalers selskabsretlige gennemslagskraft er begrænset i væsentligt omfang som følge af SL § 82. Det er derfor særligt relevant at overveje, om omsættelighedsbegrænsninger skal reguleres i en ejerftale og/eller i vedtægterne, idet de to reguleringsformer er forbundet med forskellige retsvirkninger. I det følgende gennemgås de hensyn, der bør indgå i overvejelserne ved valget af reguleringsform.

6.5.1. Indgåelse og ændring

Ejerftaler og vedtægter adskiller sig væsentligt i deres retlige adgang til at foretage ændringer. Ejerftaler indgås ved tilbud og accept efter regler i aftalelovens kapitel 1 og kan ændres ved enighed mellem aftaleparterne. Vedtægter er derimod underlagt en formbunden vedtagelses- og ændringsprocedure i selskabsloven, hvor ændringer som udgangspunkt kræver dobbelt 2/3 flertal på generalforsamlingen, jf. SL § 106, og i visse tilfælde en skærpet 9/10-majoritet, herunder ved indførelse eller skærpelse af omsættelighedsbegrænsninger, jf. SL § 107, stk. 2, nr. 2. Derudover kræver vedtægtsændringer afholdelse af generalforsamling og efterfølgende anmeldelse til Erhvervsstyrelsen, jf. SL § 11.

Forskellen i ændringsadgangen har betydning for reguleringsformernes fleksibilitet og stabilitet. Hvor ejerftaler kan indgås og tilpasses løbende ved enighed mellem parterne, er vedtægterne karakteriseret ved en højere grad af formalitet, hvilket gør dem mere permanente og styrker retsforudsigeligheden.

6.5.2. Offentlighed

Et andet væsentligt hensyn, der bør indgå i overvejelserne ved valget af reguleringsform, er forskellen på graden af offentlighed for ejerftaler og vedtægter. Ejerftaler er som udgangspunkt unddraget offentligheden, hvilket indebærer, at kapitalejerne kan regulere deres indbyrdes retsforholdet uden, at omverdenen får indsigt heri.

Vedtægterne skal derimod offentliggøres i deres helhed i Erhvervsstyrelsens it-system, jf. SL § 14, ligesom enhver senere ændring af vedtægterne også skal anmeldes og offentliggøres, jf. SL § 11.

Offentligheden omkring vedtægterne understøtter hensynet til retsforudsigelighed både for kapitalejerne og erhververe af kapitalandele. Ejeraftalers mere fortrolige karakter kan derimod give anledning til usikkerhed for erhververe, idet omsættelighedsbegrænsninger ikke nødvendigvis er tilgængelige for potentielle erhververe af kapitalandele. Dette kan svække retsforudsigeligheden ved ændringer i ejerkredsen og medføre risiko for tvister mellem den selskabsretlige gyldighed af en overdragelse og den aftaleretlige regulering mellem aftalparterne. Omvendt kan ejeraftalens fortrolige karakter udgøre en fordel for kapitalejerne, idet den muliggør regulering af forhold som det ellers, af hensyn til forretningsmæssige interesser, vil være uhensigtsmæssigt at regulere i vedtægterne og dermed gøre offentligt tilgængelig. Dette gælder navnlig kommercielt følsomme oplysninger og detaljerede exit-mekanismer. Ejeraftaler giver således mulighed for en mere detaljeret regulering af ejerforholdene end vedtægterne.

6.5.3. Reguleringsfrihed

Ved valget af reguleringsform må der også tages hensyn til graden af reguleringsfrihed. Ejeraftaler er underlagt aftalerettens princip om aftalefrihed, hvorefter parterne som udgangspunkt frit kan fastsætte aftalens indhold. Denne reguleringsfrihed begrænses dog af ufravigelige lovbestemmelser, almindelige retsgrundsætninger og rimelighedsbetragtninger¹³⁰. For så vidt angår den vedtægtsmæssige reguleringsfrihed er denne begrænset af en række bestemmelser i selskabsloven, herunder SL § 15 om vedtægtsrelevans, §§ 67-69 om henholdsvis forkøbsret, samtykke til overgang og indløsning samt Erhvervsstyrelsens administrative praksis.

Den vidtgående aftalefrihed i ejeraftaler indebærer, at kapitalejerne kan etablere en detaljeret regulering af det konkrete retsforhold. Dette muliggør regulering af komplekse omsættelighedsbegrænsninger, herunder detaljerede procedurer for udnyttelse, prisfastsættelses- og exit-mekanismer, der vanskeligt lader sig indarbejde i vedtægterne. Den vidtgående aftalefrihed kan samtidig indebære en risiko for fortolkningstvister og dermed vanskeliggøre håndhævelsen af aftalen.

Vedtægternes mere begrænsede reguleringsfrihed kan omvendt bidrage til større retlig klarhed og retsforudsigelighed, idet vedtægtsbestemmelserne skal holde sig inden for selskabslovens rammer, og er underlagt en vis form for kontrol gennem registreringssystemet i SL § 14 og Erhvervsstyrelsens

¹³⁰ Jf. afsnit 4.4. om tilsidesættelse af ejeraftaler

praksis. Den begrænsede reguleringsfrihed begrænser dog samtidig muligheden for at etablere detaljerede bestemmelser.

6.5.4. Fortolkning

Ved valget af reguleringsform må der også tages hensyn til fortolkningsstilen. Ejerftaler fortolkes som udgangspunkt i overensstemmelse med almindelig aftalefortolkning, herunder en subjektiv fortolkning, hvor parternes fælles intentioner og vilje søges fastlagt.¹³¹ Vedtægterne fortolkes derimod som udgangspunkt objektivt i overensstemmelse med en naturlig sproglig forståelse af ordlyden, hvor der bortses fra blandt andet kapitalejernes intentioner og selskabets praksis.¹³² Vedtægtsfortolkning kan dog nærme sig en mere subjektiv fortolkning, navnlig hvor vedtægterne involverer et begrænset antal parter. Hertil kommer, at vedtægterne i nogen grad må fortolkes i overensstemmelse med deres formål, hvilket Højesteret udtalte i U 1994.234 H (Louis Poulsen A/S).¹³³

For ejerftalers vedkommende kan en intentionskonform fortolkning sikres gennem præambelbestemmelser, der angiver parternes hensigt med og motivation for ejerftalens indgåelse. Dette indebærer en fordel for kapitalejerne, idet ejerftaler i højere grad kan tilpasses parternes konkrete formål og kommercielle forventninger. Omvendt kan denne fortolkningsstil give anledning til bevismæssige og fortolkningsmæssige tvivlsspørgsmål.

Den objektive fortolkning af vedtægter understøtter derimod hensynet til klarhed og retsforudsigelighed, idet erhververe af kapitalandele i højere grad kan støtte ret på vedtægternes ordlyd uden kendskab til de bagvedliggende intentioner. Omvendt kan denne fortolkningsstil medføre en risiko for, at vedtægtsbestemmelser fortolkes løsrevet fra de konkrete hensyn og kommercielle formål, der lå til grund for bestemmelsens vedtagelse.

6.5.5. Håndhævelse

Valget af reguleringsform er særligt relevant i forhold til håndhævelsesmulighederne. Ejerftaler har alene virkning inter partes og kan derfor ikke udstrækkes til også at omfatte selskabets

¹³¹ Jf. afsnit 4.3. om fortolkning af ejerftaler

¹³² Jf. afsnit 5.3. om fortolkning af vedtægter

¹³³ Werlauff & Søgaard, Selskabsret, s. 396 f.

ledelsesorganer, jf. SL § 82.¹³⁴ Vedtægterne derimod er tillagt ganske vidtrækkende retsvirkninger i medfør af SL § 14, hvorefter enhver oplysning, der registreres i Erhvervsstyrelsens it-system anses for at være kommet til tredjemands kundskab. Håndhævelsen kan tillige udstrækkes til alle selskabsorganerne, herunder generalforsamlingen, bestyrelsen/tilsynsråd, direktion og selskabets revisor.¹³⁵

Vedtægternes selskabsretlige gennemslagskraft kan indebære en fordel for kapitalejerne og selskabet i en situation, hvor der sker overdragelse i strid med en vedtægtsbestemt omsættelighedsbegrænsning. I en sådan situation kan selskabet nægte at registrere eller anerkende overdragelsen, hvorved den ikke bliver selskabsretlig gyldig, og erhververen dermed ikke opnår ejerbeføjelser. Dette skaber forudsigelighed for kapitalejerne og giver selskabet kontrol med ejerkredsen.

Ejeraftalers mere begrænsede håndhævelsesmuligheder indebærer omvendt, at reguleringen i højere grad beror på parternes indbyrdes loyalitetsforpligtelser. Dette kan være en fordel for kapitalejerne, hvor disse ønsker en detaljeret regulering af omsættelighedsbegrænsningerne uden selskabsretlige konsekvenser. Den manglende selskabsretlige gennemslagskraft kan samtidig udgøre en ulempe for kapitalejerne i situationer, hvor der sker overdragelse i strid med en aftalebaseret omsættelighedsbegrænsning, idet en sådan disposition alene kan sanktioneres gennem misligholdelsesbeføjelser.¹³⁶ Overdragelsen må således som udgangspunkt anses for selskabsretligt gyldig, hvilket kan svække omsættelighedsbegrænsningernes praktiske effektivitet.

6.6. Sammenfattende bemærkninger

På baggrund af den ovenstående gennemgang af forholdet mellem ejeraftaler og vedtægter kan det konstateres, at ejeraftalers juridiske gennemslagskraft er svækket i betydelig grad som følge af SL § 82. Dette indebærer, at omsættelighedsbegrænsninger, der alene er reguleret i en ejeraftale ikke kan gøres gældende over for selskabet eller på generalforsamlingen. Omsættelighedsbegrænsninger må derfor forankres i vedtægterne, hvis de skal opnå selskabsretlig virkning. Valget af reguleringsform bør træffes under hensyntagen til indgåelses- og ændringsmuligheder, graden af offentlighed, graden af reguleringsfrihed, forskelle i fortolkningsstil og håndhævelsesmuligheder. Nedenfor gennemgås

¹³⁴ Jf. afsnit 6.3.1. om retsvirkningerne af SL § 82 for selskabet

¹³⁵ Schaumburg-Müller & Lindencrone Petersen, Vedtægter og ejeraftaler, s. 247

¹³⁶ Jf. afsnit 4.5. om misligholdelse af ejeraftaler

de enkelte omsættelighedsbegrænsninger med henblik på at vurdere, hvilken reguleringsform, der er mest hensigtsmæssig.

7. Hvor bør omsættelighedsbegrænsninger reguleres - i ejeraftaler og/eller vedtægter?

I dette kapitel foretages en vurdering af, hvor omsættelighedsbegrænsninger bør reguleres. Det bemærkes i den forbindelse, at omsættelighedsbegrænsninger ikke kan undergives en generel vurdering, idet begrænsningerne varetager forskellige hensyn og formål. Af denne grund foretages vurderingen af hver enkelt omsættelighedsbegrænsning særskilt. Vurderingen af den enkelte omsættelighedsbegrænsnings reguleringsform foretages med udgangspunkt i de hensyn, der er anført i afsnit 6.5, med henblik på at identificere den reguleringsform, som understøtter det formål, som den pågældende begrænsning tilsigter at varetage.

7.1. Forkøbsret

Forkøbsretten indebærer, at en kapitalejer ved påtænkt overdragelse af sine kapitalandele er forpligtet til først at tilbyde disse til de forkøbsberettigede i overensstemmelse med nærmere fastsatte vilkår. Forkøbsretten har til formål at sikre kontrol med ejerkredsen samt at beskytte denne mod uønskede ændringer.¹³⁷ Forkøbsrettens funktion knytter sig således til et behov for kontrol med ejerkredsen, idet formålet netop er at give eksisterende kapitalejere mulighed for at afskære tredjemænd fra at indtræde. Reguleringen af forkøbsretten må derfor vurderes i lyset af denne kontrolfunktion.

Ved regulering af en forkøbsret i en ejeraftale, kan denne alene håndhæves inter partes, hvorved der kan der opstå en risiko for udhuling af forkøbsrettens funktion. En sådan udhuling kan navnlig opstå i situationer, hvor en erhverver indtræder i ejerkredsen i strid med en aftalt forkøbsret. Som følge af ejeraftalens manglende selskabsretlige virkning vil erhververen opnå en gyldig ret til kapitalandelene, uanset den aftalestridige erhvervelse. Den forkøbsberettigede vil herefter ikke kunne forhindre selve overdragelsen, men må i stedet henvises til at gøre misligholdelsesbeføjelser gældende. Herved overgår forkøbsretten til et økonomisk krav, hvorfor den mister sin karakter af kontrolfunktion.

¹³⁷ Jf. afsnit 3.3. for en nærmere gennemgang af forkøbsretten

Endvidere kan der opstå en risiko for udhuling i tilfælde, hvor den forpligtede kapitalejer erklæres konkurs. Ved konkursens indtræden følger det af konkurslovens § 55, at konkursboet har valgfrihed med hensyn til indtræden i gensidigt bebyrdende aftaler, herunder ejeraftaler. Såfremt boet ikke vælger at indtræde, vil den/de forkøbsberettigede være henvist til at anmelde et eventuelt erstatningskrav som et simpelt § 97-krav i konkursboet. Forkøbsretten mister herved ligeledes sin karakter af kontrolmekanisme.

På den anden side kan der samtidig anføres hensyn, der taler for regulering af forkøbsretten i en ejeraftale; navnlig hensynet til fleksibilitet og fortrolighed. Forkøbsretten forudsætter som regel en detaljeret regulering, navnlig vedrørende værdiansættelsesmetoder, tidsfrister, tilbudsprocedurer og acceptvilkår. Dette kan være u hensigtsmæssigt at forankre i vedtægterne, henset til offentlighedens indsigt heri. Derudover kan der ved en sådan detaljeret regulering opstå et behov for løbende at kunne foretage tilpasninger til det enkelte retsforhold, hvilket taler for regulering i en ejeraftale henset til de formelle krav, der knytter sig til vedtægtsændringer i SL §§ 106-107.

Ved vedtægtsmæssig regulering af forkøbsretten indgår denne som en del af selskabets retsgrundlag, hvorved den bliver bindende for samtlige kapitalejere. Derudover bliver forkøbsretten som følge af vedtægternes offentlige tilgængelighed også bindende for erhververe af kapitalandele. Herved kan forkøbsrettens kontrolfunktion opfyldes, idet selskabet kan nægte at registrere en overdragelse eller anden overgang, der er sket i strid med forkøbsretten. Ved vedtægtsmæssig forankring skal de materielle krav til bestemmelsens indhold i SL § 67 iagttages.

Sammenfattende kan det om reguleringen af forkøbsretten konstateres, at selskabsretlig virkning er afgørende for opfyldelsen af dens kontrolfunktion, således at en overdragelse eller anden overgang ikke kan anerkendes selskabsretligt, før forkøbsretten er iagttaget. På denne baggrund taler væsentlige hensyn for, at forkøbsretten som udgangspunkt bør reguleres i vedtægterne, idet en ejeraftale ikke i sig selv kan forhindre, at en overdragelse eller anden overgang gennemføres med selskabsretlig gyldighed, hvorfor en udelukkende aftaleretlig regulering må antages ikke at kunne opfylde forkøbsrettens kontrolfunktion.

Hensynet til fleksibilitet og detaljeringsgrad tilsiger imidlertid, at en ejeraftale kan anvendes som supplement, hvori de nærmere vilkår for forkøbsrettens udøvelse fastsættes; en såkaldt

kombinationsløsning. En kombinationsløsning fremstår ofte som den mest hensigtsmæssige reguleringsform, idet den kan reducere risikoen for udhuling af forkøbsretten samtidig med, at muligheden for en løbende detaljeret tilpasning til det konkrete retsforhold bevares.

7.2. Køberet

Køberetten indebærer, at en kapitalejer – eller i visse tilfælde tredjemand – tillægges en ret til at erhverve kapitalandele på nærmere fastsatte vilkår. Klausulen anvendes typisk til at regulere fremtidige ændringer i ejerkredsen.¹³⁸ Køberetten adskiller sig fra de ”traditionelle” omsættelighedsbegrænsninger ved ikke at have til formål at forhindre overdragelser, men derimod at muliggøre eller i visse tilfælde fremtvinge en fremtidig overdragelse. Køberetten har dermed ikke karakter af en kontrolmekanisme, men derimod snarere en dispositionsmekanisme, der udløses ved bestemte - på forhånd aftalte - betingelser. Af denne grund består der ikke et tilsvarende behov for at kunne forhindre overdragelser som det er tilfældet med forkøbsretten.

Udnyttelse af en køberet forudsætter i praksis, at den berettigede kan gennemtvinge en overdragelse. En sådan ret kan etableres i en ejerftale, men ved en sådan regulering kan den alene håndhæves inter partes, og kan ikke i sig selv sikre en selskabsretlig håndhævelse, hvis dette måtte blive nødvendigt. I tilfælde, hvor en sådan medvirken fra selskabet antages at kunne blive nødvendig, må en vedtægtsmæssig regulering overvejes. Ved regulering af en køberet i en ejerftale vil den primære misligholdelsesbeføjelse typisk være naturalopfyldelse, men denne beføjelse kan i praksis give anledning til håndhævelsesvanskeligheder. Dette kan tale for, at køberetten forankres i vedtægterne, hvorved køberettens selskabsretlige håndhævelse sikres.

Køberetten forudsætter typisk en detaljeret regulering af prisfastsættelsesmekanismer og tidsmæssige betingelser. Ved en vedtægtsmæssig regulering vil muligheden for en sådan detaljeringsgrad imidlertid være begrænset af kravet om vedtægtsrelevans, jf. SL § 15 og kravet om klarhed. Dette kan medføre en risiko for en overordnet og uklarhed regulering, hvor eventuelle uklarheder må undergives en objektiv fortolkning, hvilket indebærer en risiko for, at forkøbsretten fortolkes imod parternes intentioner. På denne baggrund taler hensynet til fleksibilitet og aftalefrihed for, at køberetten reguleres i en ejerftale.

¹³⁸ Jf. afsnit 3.4. for en nærmere gennemgang af køberetten

Hertil kan det anføres, at køberetten ofte relaterer sig til fremtidige og betingede begivenheder mellem en nærmere afgrænset personkreds, hvorfor hensynet til offentlighed må tillægges mindre vægt. Fortrolighed må i denne sammenhæng antages at udgøre et væsentligt hensyn, hvilket ligeledes taler for en aftaleretlig regulering.

Sammenfattende kan om reguleringen af køberetten konstateres, at selskabsretlig gennemslagskraft kan være en forudsætning for opfyldelse af klausulens formål, herunder gennemtvungelse af en overdragelse. Dog kan en udelukkende vedtægtsmæssig regulering vise sig utilstrækkelig, idet reguleringsfriheden er begrænset af kravene om vedtægtsrelevans og klarhed. Der er således anføres væsentlige hensyn, der taler for regulering i en ejerftaler, herunder hensynet til fortrolighed, aftalefrihed og den subjektive fortolkningsstil.

På denne baggrund kan en kombinationsløsning fremstå hensigtsmæssig. En sådan løsning muliggør den nødvendige detaljeringsgrad samtidig med at den opnår selskabsretlig virkning.

7.3. Samtykkeklausuler

Samtykkeklausuler indebærer, at overgang af kapitalandele er betinget af selskabets forudgående samtykke. Formålet med samtykkeklausuler er at sikre kontrol med sammensætningen af ejerkredsen.¹³⁹ Reguleringen af samtykkeklausuler må derfor vurderes i lyset af denne kontrolfunktion.

Samtykkeklausuler forudsætter en forudgående håndhævelse, idet formålet med en sådan klausul netop er at forhindre overdragelse eller anden overgang. En ejerftale påvirker ikke den selskabsretlige gyldighed af en overdragelse eller anden overgang, hvorfor denne reguleringsform allerede af denne grund, må vurderes ikke i sig selv at kunne opfylde klausulens formål.

Samtykkeklausulers reelle effekt må forudsætte selskabsretlig virkning, idet selskabet skal kunne nægte at registrere et ejerskifte, der er gennemført uden det påkrævede samtykke. Dette forudsætter en vedtægtsmæssig regulering af klausulen, da selskabet ellers ikke er bundet heraf, jf. SL § 82. Ved en vedtægtsmæssig regulering skal SL § 68 iagttages. Hertil kan det anføres, at ejerftaler alene kan håndhæves efterfølgende gennem misligholdelsesbeføjelser. For samtykkeklausuler vil dette medføre, at en overdragelse eller anden overgang i givet fald kan foretages, hvorefter misligholdelsen

¹³⁹ Jf. afsnit 3.5. for nærmere gennemgang af samtykkeklausuler

alene vil kunne sanktioneres ved eksempelvis erstatning eller konventionalbod. En sådan retstilstand synes at være uforenelig med klausulens kontrolfunktion.

Ejeraftaler giver imidlertid, som følge af graden af reguleringsfrihed en større fleksibilitet, navnlig i relation til fastlæggelsen af de kriterier, hvorpå samtykke kan meddeles. Dette hensyn vurderes imidlertid ikke at være tilstrækkeligt tungtvejende til at kunne begrunde en udelukkende aftalebaseret regulering. Det dog være et hensyn, der kan begrunde en kombinationsløsning.

Sammenfattende kan det om reguleringen af samtykkeklausuler konstateres, at disse bør reguleres i vedtægterne henset til deres kontrolfunktion som forudsætter selskabsretlig virkning. I visse tilfælde kan der foreligge hensyn, der kan begrunde en kombinationsløsning, hvorefter der fastsættes supplerende bestemmelser i en ejeraftale, men en udelukkende aftaleretlig regulering kan ikke i sig selv sikre klausulens formål.

I praksis sammenkædes en vedtægtsbestemt samtykkeklausul ofte med en aftalebaseret forkøbsret. En sådan kombination sikrer, at selskabet selv, hvis forkøbsretten eller medsalgsklausulen ikke udnyttes, kan afvise at meddele samtykke til overgang af kapitalandele. På denne måde sikres kontrollen med, hvem der indtræder i ejerkredsen. En sådan sammenkædning medfører, at en overdragelse skal gennemløbe forskellige trin. Først og fremmest skal de forkøbsberettigede i henhold til ejeraftalen tilbydes at udnytte deres forkøbsret. Såfremt disse ikke ønsker dette, kan der rettes tilbud til tredjemand, dog ikke på gunstigere vilkår, end der blev tilbudt de forkøbsberettigede. Salget til tredjemand er betinget af den vedtægtsbestemte samtykkeklausul. På denne måde sikres såvel en intern kontrol gennem forkøbsretten såvel som en ekstern kontrol gennem samtykkeklausulen. En sådan sammenkædning er anerkendt af Erhvervsstyrelsen.¹⁴⁰

7.4. Medsalgsklausuler

Medsalgsklausuler indebærer en ret eller pligt for en kapitalejer til at medsælge ved et salg. Klausulerne har til formål at regulere exit-situationer og sikre en kontrolleret afhændelse af kapitalandele.¹⁴¹ Regulering af medsalgsklausuler må derfor vurderes i lyset af denne exitfunktion.

¹⁴⁰ Jf. afsnit 6.4. om sammenkædning om ejeraftaler og vedtægter

¹⁴¹ Jf. afsnit 3.6. for nærmere gennemgang af medsalgsklausuler

Medsalgsklausuler har ikke til formål at forhindre overdragelser, men derimod at strukturere dem. Behovet for ex ante-håndhævelse er derfor mindre udtalt end ved eksempelvis forkøbsretten, hvilket taler imod en vedtægtsmæssig regulering. En sådan vedtægtsmæssig regulering kan dog på den anden side sikre, at selskabet medvirker til gennemførelsen af et salg, idet klausulen ved denne reguleringsform opnår selskabsretlig virkning.

En vedtægtsmæssig regulering er dog ikke i alle tilfælde nødvendigt for at opfylde klausulens formål. Særligt tag along-klausuler forudsætter ikke nødvendigvis selskabsretlig virkning, idet en sådan bestemmelse retter sig mod forholdet mellem kapitalejerne, hvilket kan tale for en regulering i ejeraftaler. For drag along-klausuler gør der sig derimod særlig håndhævelsesmæssige hensyn gældende, navnlig i situationer, hvor en kapitalejer nægter at medvirke til gennemførelsen af et salg. I sådanne tilfælde kan regulering udelukkende i en ejeraftale være u hensigtsmæssig, idet naturalopfyldelse kan være vanskelig at gennemtvinge. Dette taler for en kombinationsløsning, hvor klausulen tillige forankres i vedtægterne for at sikre selskabsretlige virkning.

Medsalgsklausuler er ofte afhængige af konkrete forhold, herunder prisfastsættelsesmekanismer, tærskler og procedurer, hvor en løbende tilpasning kan være nødvendig. Dette taler for regulering i en ejeraftale, idet disse kan ændres ved enighed mellem parterne uden formelle krav til ændringsproceduren. Desuden vedrører medsalgsklausuler primært det interne forhold mellem kapitalejerne, hvorfor behovet for offentlighed er begrænset, hvilket tillige taler for en regulering i en ejeraftale.

Fortolkningsstilen har endvidere væsentlig betydning for valget af reguleringsform, idet medsalgsklausulers funktion ofte er nært forbundet til aftaleparternes konkrete kommercielle intention. Dette hensyn må antages i højere grad at blive varetaget gennem den subjektive fortolkningsmetode, der som udgangspunkt finder anvendelse på ejeraftaler, i modsætning til den objektive vedtægtsfortolkning. Dette taler således for, at en medsalgsklausul reguleres i en ejeraftale.

Sammenfattende kan det om reguleringen af medsalgsklausuler konstateres, at behovet for selskabsretlig virkning for sådanne klausuler er mindre udtalt end ved traditionelle kontrolmekanismer såsom forkøbsretten og samtykkeklauseler. På denne baggrund må det vurderes, at væsentlige hensyn taler for, at sådanne klausuler reguleres i ejeraftaler, hvor fleksibilitet og detaljeringsgraden kan sikres. For så vidt angår drag along-klausuler kan det dog være mere

hensigtsmæssigt med en kombinationsløsning for at sikre klausulens håndhævelse i tilfælde af modstridende interesser.

7.5. Ejerloft

Ejerlofter indebærer, at den enkelte kapitalejer ikke må eje kapitalandele ud over en nærmere fastsat del af selskabskapitalen.¹⁴² Ejerlofter har til formål at forhindre en magtkoncentration i selskabet og sikre en bestemt ejerstruktur, hvorfor denne omsættelighedsbegrænsning kan siges at have karakter af en strukturel begrænsning. Dette fordi den retter sig mod selve ejerandelen og ikke alene mod konkrete overdragelser. Herved adskiller ejerlofter sig fra de traditionelle omsættelighedsbegrænsninger, der typisk har karakter af kontrolmekanismer.

Ejerlofter forudsætter en løbende håndhævelse, idet enhver overgang, der medfører overskridelse af det fastsatte loft, skal kunne forhindres. En ejeraftale kan ikke i sig selv forhindre, at en sådan overgang gennemføres med selskabsretlig gyldighed. Dette indebærer, at en regulering af ejerlofter i en ejeraftale ikke i sig selv kan sikre tilstrækkelig håndhævelse af ejerloftet. For at et ejerloft skal kunne håndhæves effektivt, må selskabet kunne nægte at anerkende ejerandele, der overstiger den fastsatte grænse. Dette forudsætter en vedtægtsmæssig regulering, idet ejeraftaler ikke binder selskabet, jf. SL § 82. Uden en sådan vedtægtsmæssig forankring, vil ejerloftet ikke kunne håndhæves selskabsretligt.

Til støtte herfor kan det anføres, at hensynet til fleksibilitet er begrænset sammenlignet med behovet for strukturel kontrol. Ejerlofter har endvidere betydning for potentielle erhververe, hvorfor det er væsentligt, at en sådan begrænsning er offentligt tilgængelig gennem vedtægterne. Dette understøttes yderligere af forskellen i reguleringsformernes fortolkningsstil, idet vedtægterne som udgangspunkt fortolkes objektivt, hvilket bidrager til en klar og forudsigelig fortolkning af ejerloftets indhold, hvilket er af væsentlig betydning for et ejerloft, der har til formål at fastsætte tydelige og kontrollerbare grænser for ejerkredsen. Derudover må behovet for reguleringsfrihed antages at være begrænset, idet ejerlofter typisk har en enkel struktur, der fastsætter en numerisk eller procentvis øvre grænse, hvilket ikke forudsætter en detaljeret regulering.

¹⁴² Jf. afsnit 3.7. for en nærmere gennemgang af ejerlofter

Sammenfattende kan det konstateres, at ejerlofter har karakter af en strukturel regulering af selskabets ejerforhold og derfor forudsætter selskabsretlig virkning for at sikre effektiv håndhævelse. På den baggrund må det lægges til grund, at ejerlofter som udgangspunkt bør reguleres i vedtægterne, idet ejeraftaler ikke i sig selv kan sikre opfyldelsen af ejerlofters formål.

7.6. Indløsningsregler

Indløsningsregler indebærer, at en kapitalejer - eller i visse tilfælde selskabet – tillægges ret eller pålægges en pligt til at indløse en anden kapitalejers kapitalandele på nærmere fastsatte betingelser. Indløsningsregler har ikke til formål generelt at forhindre overdragelser, men derimod at sikre, at bestemte ejerforhold kan ændres ved indtræden af bestemte begivenheder.¹⁴³ Der foreligger derfor ikke et behov for kunne forhindre en overdragelse, men snarere et behov for effektiv gennemførelse, når betingelserne for indløsning er opfyldt. Indløsningsreglerne varetager derfor en exitfunktion. En effektiv gennemførelse af en indløsningsregel kan forudsætte selskabets medvirken, eksempelvis ved at registrere overdragelsen i selskabets ejerbog eller ved selv at være indløsende part. I situationer, hvor gennemførelsen forudsætter medvirken fra selskabet, taler dette for en regulering i vedtægterne.

Ved regulering af indløsningsregler i en ejeraftale vil de primært have karakter af en køberet/-pligt, idet de ikke kan håndhæves selskabsretligt. Da indløsningsreglerne varetager en exitfunktion, er det en forudsætning, at en sådan selskabsretlig håndhævelse kan ske, hvorfor regulering i en ejeraftaler må antages ikke at kunne opfylde formålet med indløsningsreglerne.

Indløsningsregler kan have væsentlig betydning for både kapitalejere og potentielle erhververe, hvilket begrundet et hensyn til offentlighed. Dette hensyn kan varetages gennem en regulering i vedtægterne, idet disse er offentligt tilgængelige.

Sammenfattende kan det om reguleringen af indløsningsregler konstateres, at sådanne klausuler skal reguleres i vedtægterne i henhold til SL § 69, jf. § 29. En sådan regulering må desuden ligeledes være at foretrække henset til hensynet til offentlig og håndhævelsesmuligheder.

¹⁴³ Jf. afsnit 3.8. for en nærmere gennemgang af indløsningsregler

7.7. Sammenfattende bemærkninger

På baggrund af ovenstående gennemgang af de enkelte omsættelighedsbegrænsninger kan det konstateres, at der vanskeligt kan anføres et entydigt svar på, hvor de respektive begrænsninger bør reguleres. Dette fordi det beror på en konkret vurdering i den enkelte situation af de relevante hensyn, herunder hvilket hensyn, der vejer tungest. Det er dog muligt at anlægge nogle generelle, teoretiske betragtninger vedrørende reguleringen af de enkelte begrænsninger.

Ud fra disse betragtninger kan det konstateres, at omsættelighedsbegrænsninger, der varetager en kontrolfunktion, herunder forkøbsretten og samtykkeklausuler, som udgangspunkt bør reguleres i vedtægterne. En kombinationsløsning med supplerende bestemmelser i en ejerftale kan dog være at foretrække. Køberetten der udgør en dispositionsmekanisme kan underlægges samme udgangspunkt.

Omsættelighedsbegrænsninger, der varetager en exitfunktion, hvor selskabsretlig virkning antages at være en forudsætning for opfyldelse af begrænsningens formål, bør ligeledes reguleres i vedtægterne. Dette gælder navnlig indløsningsregler og drag long-klausuler. Tag along-klausuler varetager også en exitfunktion, men da disse nærmere bygger på en aftaleretlig regulering mellem parterne, taler dette for, at de som udgangspunkt reguleres i en ejerftale.

Slutteligt kan det anføres, at ejerlofter, der udgør en strukturel begrænsning, bør reguleres i vedtægterne, idet disse ligeledes forudsætter selskabsretlig virkning.

8. Konklusion

Nærværende speciale har undersøgt, i hvilket omfang omsættelighedsbegrænsninger kan/skal reguleres i ejerftaler og/eller vedtægter, og hvilke retsvirkninger valget af reguleringsform har for selskabet og kapitalejerne.

Det kan på baggrund af analysen konkluderes, at omsættelighedsbegrænsninger kan reguleres i såvel ejerftaler som vedtægter. De to reguleringsformer er imidlertid forbundet med væsentligt forskellige retsvirkninger for selskabet og kapitalejerne.

Ejeraftaler er privatretlige aftaler, der er underlagt aftalerettens almindelige principper, herunder princippet om aftalefrihed. Dette indebærer, at parterne som udgangspunkt frit kan fastsætte aftalens indhold. Denne reguleringsfrihed begrænses dog af ufravigelige lovbestemmelser, almindelige retsgrundsætninger og rimelighedsbetragtninger. Ejeraftaler har imidlertid ikke selskabsretlig virkning, jf. SL § 82. Dette indebærer, at en ejeraftale alene har virkning inter partes mellem de kapitalejere, der har tiltrådt den, og ikke er bindende for hverken selskabet eller erhververe af kapitalandele, medmindre de tiltræder ejeraftalen.

Den manglende selskabsretlige virkning medfører, at selskabet ikke er bundet af omsættelighedsbegrænsninger, der alene er fastsat i en ejeraftale. Selskabet har derfor både ret og pligt til at notere et ejerskifte i ejerbogen, selv om overdragelsen er foretaget i strid med en aftalebaseret omsættelighedsbegrænsning. En sådan misligholdelse kan alene sanktioneres inter partes mellem kapitalejerne gennem misligholdelsesbeføjelser, herunder naturalopfyldelse, erstatning, konventionalbod eller ophævelse. Såfremt kapitalejerne vil sikre sig mod registrering af et ejerskifte i strid med en omsættelighedsbegrænsning, skal den forankres i vedtægterne, hvorved den får selskabsretlig virkning.

Omsættelighedsbegrænsninger kan ligeledes reguleres i vedtægterne, jf. SL § 48, stk. 2. Såfremt der er truffet beslutning om, at der i selskabet skal gælde omsættelighedsbegrænsninger, skal disse reguleres i vedtægterne, jf. SL § 29. Ved regulering af de lovbestemte omsættelighedsbegrænsninger skal vedtægtsbestemmelserne iagttage de materielle indholds krav, der følger af selskabsloven, jf. SL §§ 67-69 og 107, stk. 2, nr. 2 forudsætningsvis. Den vedtægtsmæssige reguleringsfrihed er ligeledes begrænset af kravet om vedtægtsrelevans, jf. SL § 15 og kravet om klarhed.

Vedtægterne udgør selskabets retsgrundlag og skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system, jf. SL § 14. Ved registrering i Erhvervsstyrelsens it-system opnår vedtægterne bindende virkning for såvel kapitalejerne som erhververe af kapitalandele. Dette indebærer, at selskabet er forpligtet til at håndhæve vedtægtsbestemte omsættelighedsbegrænsninger, og således både har ret og pligt til at nægte registrering i ejerbog af overdragelser, der er foretaget i strid med sådanne bestemmelser.

Ved valget mellem de to reguleringsformer må der navnlig lægges vægt på hensynene til ændringsadgang, graden af offentlighed, graden af reguleringsfrihed, fortolkningsstil og håndhævelsesmuligheder. På baggrund heraf kan det konkluderes, at omsættelighedsbegrænsninger,

hvor selskabsretlig virkning er en forudsætning for opfyldelse af begrænsningens formål, skal reguleres i vedtægterne. Dette gælder navnlig for omsættelighedsbegrænsninger, der varetager en kontrolfunktion eller en exitfunktion.

Afslutningsvis kan det anføres, at vedtægterne må være at foretrække, hvor der lægges vægt på retsforudsigelighed, permanens og selskabsretlig gennemslagskraft. Ejerftaler må derimod være at foretrække, hvor der lægges vægt på muligheden for en løbende detaljeret tilpasning af aftalen til det konkrete retsforhold, reguleringsfrihed og fortrolighed. I praksis vil en kombination af de to reguleringsformer imidlertid ofte forekomme mest hensigtsmæssig. En sådan kombinationsløsning kan ske ved en sammenkædning af ejerftalens og vedtægternes bestemmelser. Vedtægterne sikrer herved omsættelighedsbegrænsningernes selskabsretlige virkning, mens ejerftalen muliggør en mere detaljeret regulering.

Litteraturliste

Love og lovbekendtgørelser

Lovbekendtgørelse 2025-03-20 nr. 331 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)

Lovbekendtgørelse 2016-03-02 nr. 193 om aftaler og andre retshandler på formuerettens område (aftaleloven)

Lovbekendtgørelse 2006-06-15 nr. 649 Aktieselskabslov (historisk)

Forarbejder

Betænkning nr. 1498/2008 om Modernisering af selskabsretten

LFF 2009-03-25 nr. 170: Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven) fremsat den 25. marts 2009

LFF 1973-01-31 nr. 171: Forslag til Lov om aktieselskaber

Praksis

U 1960.304 H (Palladium)

U 1977.61 H (Torm)

U 1985.875 SH

U 1985.110 H

U 1987.801 H

U 1990.271 Ø

U 1991.4 H

U 1991.133 H (Louis Poulsen & Co. A/S)

U 1994.234 H (Louis Poulsen A/S)

Erhvervsankenævnets kendelse af 3. april 1995 (Sagsnr. 94-51.120) – kan tilgås på:
<https://ean.naevneneshus.dk/afgoerelse/4acc14e5-4d5e-48a3-b99d-f7306da6ac19?highlight=>

J.U.1996.113.V (De Forenede Teglværker)

U 1996.1550 H

U 1997.1358/2 H (SEAS-sagen)

U 1998.281 H

U 2001.578 H

U 2002.1412 H (SEAS A/S)

U 2003.1067 SH (Exiqon)

U 2007.2546 Ø (TDC)

Utrykt dom fra Vestre Landsrets dom af 16. juni 2008 i ankesagen VL B-1197-07

U 2009.3022 H (Scotwork)

U 2011.2654 H (MACH)

U 2012.1228 H (bank Trelleborg)

U 2012.1823 H (Fællesbageriet A/S)

U 2013.1730 H (Thrane & Thrane)

U 2016.3756 H

Retslitteratur

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

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

L. Hansen, L.; Werlauff, E.; Lindencrone Petersen, L. (2022): *Den juridiske metode – en introduktion* (3. udgave), DJØF Forlag

Werlauff, E.; Søgaard, G. (2023): *Selskabsret* (12. udgave), Karnov Group

Schaumburg-Müller, P.; Lindencrone Petersen, L. (2026): *Vedtægter og ejerftaler* (5. udgave), DJØF Forlag

Christian Kruhl, M. (2011): *Ejerftaler* (1. udgave), Thomson Reuters Professional A/S

Schans Christensen, J. (2024): *Kapitalselskaber* (7. udgave), Karnov Group

Schans Christensen, J. (2024): *Selskabsloven med kommentarer* (2. udgave), Karnov Group

Werlauff, E.: U.2010B.130: *Ejerftalens håndhævelse - da aftalen ikke binder selskabet*

Friis Hansen, S., *Ejerftaler vedrørende udbyttefordeling på tværs af vedtægternes forskrifter*, SpO 2009

Werlauff, E., *Aktionæroverenskomstens retsvirkning for generalforsamling og bestyrelsen*, UfR 2008B.207

Damgaard, C. L.; Aschou, C. J., *Omsættelighedsbegrænsninger i ejerftaler – rækkevidden af SL § 82*, U2014B.171

Bengtzen, A; Herschbach, J. M., *Molslinjen og Boliga-sagen: Udfordringer ved timing af tvangsindløsning og fremsættelse af overtagelsestilbud*, Finans/Invest, 2022.02.01.

Hjemmesider

Erhvervsstyrelsens vejledning om Ejerftaler (aktionæroverenskomster) af 1. juli 2010 - besøgt den 29. april 2026

<https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-ejerftaler-aktionæroverenskomster>

Erhvervsstyrelsens vejledning om Ledelses-, revisor- og vedtægtsændringer af 3. september 2023 – besøgt den 2. maj 2026

<https://erhvervsstyrelsen.dk/vejledning-ledelses-revisor-og-vedtaegtsaendringer#chapter3>

Bilag 1: Samlet antal anslag

Ordoptælling

Statistik:

Sider	59
Ord	17.423
Tegn (uden mellemrum)	111.312
Tegn (med mellemrum)	128.502
Afsnit	333
Linjer	1.662

Medtag fodnoter og slutnoter

Luk