Lars Bo Langsted (red.)

Selskabers kapital

– Nye tendenser i skandinavisk selskabsret (3)

Jurist- og Økonomforbundets Forlag
1999

Selskabers kapital
– Nye tendenser i skandinavisk selskabsret (3)
1. udgave, 1. oplag 1999

© 1999 by Jurist- og Økonomforbundets Forlag

Alle rettigheder forbeholdes.
Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse eller mangfoldiggørelse af denne bog eller dele heraf er uden forlagets skriftlige samtykke ikke tilladt ifølge gældende dansk lov om ophavsret.

Omslaget er tilrettelagt af Morten Højmark
Tryk: Gentofte Tryk

Printed in Denmark 1999
ISBN 87-574-0104-7

Jurist- og Økonomforbundets Forlag
Gothersgade 133
Postboks 2126
1015 København K

Telefon: 33 95 97 00
Telefax: 33 95 99 97
e-mail: fl@djoef.dk
Homepage: http://www.djoef.dk/flhome.htm

Indhold

Forord

Kapitalen i aktie- og anpartsselskaber
Bernhard Gomard 1

Kapitalregler og ansvar
Paul Krüger Andersen 13

Kapitalkrav och kapitalskydd i internationellt perspektiv
- onödigt borgenärsskydd
Jan Andersson 30

Aktionærlån
Mette Neville 46

Kapitaltilførsel gennem stille selskabsindskud
- overvejelser over hensigtsmæssigheden af at indføre selskabsformen:
Det indre selskab
Noe Munck 94

Hvad skal vi med tilbudspligt?
Den er bare til besvær.
Jesper Lau Hansen 124

Udenlandske selskabers omgåelse af nationale kapitalkrav
Karsten Engsig Sørensen 146

Trekantfusjoner
En særnorsk transakjonstype
Johan Giertsen 180

Egenkapitalen i regnskabs- og revisionsmæssig belysning
Aksel Runge Johansen 190

Forord

Som det efterhånden er blevet traditionen, afholder Selskabsretsgruppen ved Handelshøjskolen i Århus hvert 2. år en Nordisk Selskabsretskonference til afvikling i løbet af efterårssemesteret.

Temaet for den 3. Nordiske Selskabsretskonference, der denne gang fandt sted i dagene d. 5. og 6. oktober 1998, var "selskabers kapital", og i lighed med tidligere år er der udarbejdet en bog, der dels emnemæssigt er bygget over konferencens tema, dels indeholder en del afhandlinger, der er bearbejdelser af foredrag afholdt på selskabsretskonferencen.

I nærværende bog er de afhandlinger, der er bygget over indlæg på konferencen, de, der er lavet af: *Bernhard Gomard*, *Paul Krüger Andersen*, *Jan Andersson*, *Noe Munck*, *Jesper Lau Hansen* og *Aksel Runge Johansen*.

De 3 øvrige afhandlinger af henholdsvis *Mette Neville*, *Karsten Engsig Sørensen* og *Johan Giertsen* er skrevet specielt til denne bog.

Tilsammen illustrerer de på glimrende vis, hvor mange forskelligartede regulerings- og styringsmæssige problemer, der affødes af bestræbelserne på dels at beskytte selskabers kapital, dels at lave regler med henblik på tilførsel af kapital til selskaberne.

På den ene side er det klart, at langt fra alle de spørgsmål, der *kan* rejses vedrørende selskabers kapital, er berørt i denne bog eller blev berørt på konferencen i efteråret.

På den anden side er det slående, hvor enige forfatterne er om, hvad der i øjeblikket er i reguleringsmæssig fokus, når talen er om netop selskabers kapital. Som det fremgår af indlæggene er en stor del af problemerne og løsningsmodellerne ikke blot Skandinaviske eller Europæiske men globale. Der hersker blandt forfatterne stor enighed om, at kravene til minimumskapital næppe er velegnede som beskyttelse af hverken selskab eller kreditorer, ligesom den overvejende tendens synes at være at en hel del regler på kapitalområdet er enten skadelige eller dog overflødige.

Bernhard Gomard indleder i bogens første afhandling med et overordnet perspektiv på en lang række af de områder, der i øjeblikket er relevante, når talen er om selskabers kapital. Han sætter blandt andet spørgsmålstegn ved værdien af krav om legal minimumskapital i selskaber, et emne, der atter tages op, bredes ud og uddybes senere i bogen af *Jan Andersson*. Tilsvarende berører *Gomard* i sit kapitel den kommende afgørelse i Centros Limited, men finder i modsætning til *Karsten Engsig Sørensen*, der tager emnet op til egentlig behandling i sit indlæg, at der ikke er grundlag for anlægge omgåelsesbetragtninger, hverken ud fra national ret eller ud fra EU-retten.

Paul Krüger Andersen opretholder det overordnede perspektiv i bogens anden afhandling, men flytter fokus fra helt generelle betragtninger over emnet til spørgsmålet om kapitalregler og ansvar. Han er enig i, at der er vigende tro på

regler om selskabers minimumskapital, og fremhæver at disse i den danske lovgivning dybest set er regnskabsrelevante regler, hvis efterlevelse er afhængig af den regnskabsmæssige behandling i selskabernes årsregnskab. Han fremhæver i forlængelse heraf reglerne om revisors pligter i forhold til selskabet, ligesom også han kommer ind på Centros Limited og på selskabstømmeropgøret.

Det endelige dødsstød - selvom han i afhandlingen hævder, at dette ikke er tilfældet - mod reglerne om minimumskapital, sættes ind af *Jan Andersson*. Han sammenligner kapitalbeskyttelsesreglernes opbygning i henholdsvis EU og USA, ligesom han fremhæver de nye norske regler som en mulig tredje variant. *Jan Anderssons* analyse bekræfter det lærerige i at betragte de meget forskellige reguleringsmæssige måder, man i forskellige lande kan søge at beskytte de selvsamme interesser på.

Herefter tager *Mette Neville* tråden om aktionærlån op. Et emne, der meget kort er berørt i de to første afhandlinger, men som her behandles udførligt. Efter en gennemgang af blandt andet Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis konkluderer *Mette Neville* både, at aktionærlånsforbuddet i dansk ret er for vidtgående, og at det er for snævert, blandt andet fordi det ikke umiddelbart omfatter udlån til juridiske personer.

I sit indlæg vender *Noe Munck* blikket imod spørgsmålet om tilførsel af kapital til selskabet særligt til personselskabet. Han introducerer begrebet det indre selskab for visse typer af stille selskaber, og anbefaler anvendelsen af indre selskaber som et godt alternativ i en række tilfælde - især hvis man ønsker at efterleve det gamle mundheld om, at den, der lever skjult, lever godt.

Tilbudspligtens nødvendighed behandles af *Jesper Lau Hansen*, der ikke finder behov for at bevare en sådan. Som han fremhæver i sit indlæg, forekommer det ham, at reglerne om tilbudspligt er baseret på to basale misforståelser: for det første ønsket om beskyttelse af mindretalsaktionærerne mod ændringer i selskabets driftsorientering og for det andet ønsket om lige behandling af aktionærer.

Som tidligere nævnt behandler *Karsten Engsig Sørensen* spørgsmålet om udenlandske selskabers omgåelse af nationale kapitalkrav. Med afsæt i Centros Limited problematikken, definerer han sondringen mellem systemkonkurrence og omgåelsesproblemer. Han gennemgår forskellige modeller for en regulering af omgåelsesproblemet; bl.a. en amerikansk inspireret regulering af "pseudo-foreign corporation", og kravet om et "genuine link".

Johan Giertsen behandler i sin afhandling trekantfusioner, som han kalder en særnorsk transaksjonstype. Han behandler såvel spørgsmål om kapitalflowet, som spørgsmålet om kreditorernes interesser og knytter derved en del af bogens emner sammen med sit udgangspunkt i de særlige norske regler på området.

Endelig afslutter *Aksel Runge Johansen* bogens bidrag med en grundig behandling

af egenkapitalen i regnskabs- og revisionsmæssig betydning. Han bekræfter i sit indlæg, *Paul Krüger Andersens* fremhævelse af, at minimumskapitalreglerne dybest set blot er udtryk for en regnskabsmæssig konstatering, og at dette udtryk er afhængig af en lang række regnskabsmæssige faktorer. *Runge Johansen* behandler såvel de enkelte poster i egenkapitalopgørelsen, som de regnskabsmæssige skøn, der indgår.

Det er Selskabsretsgruppens håb, at bidragene i nærværende bog vil kunne medvirke til at igangsætte henholdsvis fortsætte debatten om den bedst mulige regulering af selskabers forhold, og vi vil gerne takke alle bidragyderne for relevante, spændende og ind imellem ligefrem provokatoriske indlæg.

Grundet produktionsforholdene af bogen, kan man ikke påregne, at materiale efter november 1998 indgår i afhandlingerne.

Århus, februar 1999
På Selskabsretsgruppens vegne
Lars Bo Langsted

Kapitalen i aktie- og anpartsselskaber

af

professor Bernhard Gomard, Handelshøjskolen i København

1. Et legalt krav om en mindste indskudskapital, der såvidt muligt skal bevares i selskabet som bundet egenkapital, er og har længe været almindeligt i mange landes lovgivning om aktieselskaber og om lignende selskaber, i Danmark anpartsselskaber.Der gælder efter det 2. selskabsretlige Direktiv af 1976 et sådant krav i alle EU's lande for *aktieselskaber*. Det i Direktivets art. 6 fastsatte kapitalminimum af 25.000 ECU (snart EURO), d.v.s. ca. 187.000 DKK, er tiden ved at løbe fra. Det gældende nationale tal er i Danmark reguleret op til 500.000 kr. ved Lov nr. 886 af 21. december 1991 med virkning fra den 1. januar 1997. Reguleringen svarer nogenlunde til prisudviklingen i de forløbne ca. 20 år. Direktivets tal er ikke blevet reguleret, uagtet der i art. 6 (3) er givet anvisning på, at dette spørgsmål bør overvejes hvert 5. år. Det 2. Direktiv gælder kun om aktieselskaber, ikke om *anpartsselskaber*, jf. Direktivets art. 1, men der er i EU-landenes lovgivninger bortset fra England og Irland fastsat minimumskapitalkrav også for anpartsselskaber og de tilsvarende selskaber i medlemslandene.

2. Reglerne om selskabskapitalen i 2. Direktiv omtales i 2. betragtning i Direktivet som regler om "opretholdelse, forhøjelse og nedsættelse af deres (d.v.s. aktieselskabernes) kapital", og det bør, siges i det i 3. og 4. betragtning, være "muligt for enhver interesseret at skaffe sig kendskab til de væsentlige karakteristiske træk ved dette selskab og navnlig den nøjagtige beskaffenhed af dets kapital". Der bør fastsætters fælles regler "med henblik på at bevare kapitalen, som udgør kreditorernes sikkerhed, navnlig ved at forbyde, at kapitalen forringes gennem uberettigede uddelinger til aktionærerne og ved at begrænse et selskabs mulighed for at erhverve egne aktier." Indholdet af denne begrundelse stemmer nøje overens med hvad der er almindeligt antaget i kontinental selskabsret. I Tyskland tales der således om en Grundsatz der Aufbringung und Erhalten des Grundkapital, jf. bl.a. *Hueck:* Gesellschaftsrecht, 19. Aufl. 1991 s. 185 og *Karsten Schmidt*: Gesellschaftsrecht, 3. Aufl. 1997 s. 887.

3. I England blev der først ved implementeringen af 2. Direktiv i 1980 givet regler om en nødvendig mindste legal capital - 50.000£ - i limited companies, men kun i public limited companies plc, svarende til aktieselskaber. For private limited companies ltd. svarende til anpartsselskaber skete der ingen ændring. Betegnelserne public og private companies er valgt, fordi kun et public company må søge kapital ved henvendelse til offentligheden, men der er intet til hinder for, at kapitalen i et public company tegnes af stifteren eller af andre i en lukket kreds, jf. *Gower*: Company Law 6th ed 1997 s. 10 f og s. 238. Der er stadig (1998) ikke foreskrevet en mindste indkudskapital ved stiftelsen af private companies i England.

De fleste stater i USA stiller ikke krav om en mindste legal capital af en væsentlig størrelse i corporations, jf. *Clark*: Corporate Law 1986 s. 611 f og 714 f. Summen af den pålydende værdi af de udstedte aktier med en bestemt pålydende eller nominel værdi (par value shares) udgør en stated capital, som ikke kan uddeles. Par value kan sættes og sættes ofte langt under tegningskursen, og hovedparten af det vederlag, der betales til selskabet for aktierne (overkursbeløbet), bliver i så fald surplus capital. Dette beløb kan efter omstændighederne uddeles til aktionærerne. Alle stater tillader udstedelse af no-par value shares, d.v.s. aktier uden en nominel værdi. Værdien af sådanne aktier kan alene beskrives ved en brøk (1:antallet af udstedte aktier) eller fastsættes som egenkapitalen i eller værdien af selskabet divideret med antallet af aktier. De fleste staters love kræver, at værdien af det vederlag, aktietegnerne har betalt for non par value shares, konstateres og vises i balancen som stated capital.

4. Interessant er, at det i den juridiske litteratur både i England og i USA fremhæves, at både krav om en nominel kapital og aktier med nominel værdi og om et minimum for en stated capital er forældede. Et legalt krav om en bestemt minimumsanpartskapital er uden driftsøkonomisk relevans, og sådanne krav kan hæmme små og mindre virksomheder - SME - i deres udvikling. Krav om udstedelse af par value shares kan hæmme transparens og vanskeliggøre orientering for aktionærerne i større selskaber. Der er ikke grund til at frygte for, at frihed for lovregler om kapitalkrav vil bringe kreditorernes sikkerhed i fare. Den retlige beskyttelse er adækvat uden kapitalminimumskrav. Domstolene (i USA) "look at substance" snarere end på formelle krav, skriver *Clark* i Corporate Law s. 711. Wrongful trading, der åbenbart er til skade for kreditorerne, defineret nogenlunde som omstødelighed efter Konkurslovens § 74, medfører erstatningsansvar for ledelsen skriver *Paul Davies* i Die Aktiengesellschaft 1998.350 udfra samme tankegang som *Clark's*, og *Davies* henviser til bestemmelsen herom i sec. 214 i den engelske Insolvency Act 1986.

I Tyskland er det ofte fremhævet, at minimumskapitalen efter selskabslovene vel ikke er udtryk for selskabernes reelle driftsmæssige kapitalbhov, og at selskaber, der opfylder det legale kapitalkrav, meget vel kan være unterkapitalisiert, jf. nedenfor under 8, men at opfyldelsen af kapitalkravet dog er et vidnesbyrd om

seriøsitet, eine "Seriösitätsschwelle für kapitalgesellschaftliche Rechtsformen", jf. *Karsten Schmidt*: Gesellschaftsrecht s. 522 ff.

5. Forskellen mellem par value og non par value og i det hele forskellen mellem traditionel kontinentaleuropæisk og angelsaksisk opfattelse er trådt frem ved forberedelserne til brugen af EURO fra 1. januar 1999. Aktie- og anpartskapitaler og aktiers og anparters pålydende værdi skal i Euro-landene fremtidigt angives i EURO. Dette kan ske ved en enkel vedtægtsændring blot på grundlag af omsætningsfaktoren mellem den hidtidige nationale valuta og Euroen, men bl.a. ønsket om at undgå "skæve tal" for aktiekapital og for aktiernes pålydende værdi har ført til, at der i Tyskland er vedtaget en ændring af Aktiengesetz, som giver selskaberne mulighed for at benytte non par value shares eller nennwertslose Aktien. Det 2. Direktiv er ikke til hinder for at aktierne ikke har en pålydende værdi, jf. bl.a. Direktivets art. 3(c). Også rimeligheden af at opretholde kravet om en mindste legal kapital har været drøftet, men forslag om ændringer synes ikke på vej her, heller ikke for GmbH som ikke er omfattet af reglerne i 2. Direktiv. I selskabernes vedtægter skal aktiekapitalen (Stammkapital i GmbH) som hidtil angives som et bestemt beløb, men nu i EURO. Selskaberne kan vedtage som en vedtægtsændring fremtidig i stedet for aktiernes (Geschäftsanteile) antal og pålydende kun at angive aktiernes antal. Hvor der i lov eller vedtægter er angivet et flertal eller mindretal af aktionærer regnet efter kapital, må der i selskaber med nennwertslose Aktien regnes med et antal aktier beregnet udfra det i vedtægterne angivne samlede antal aktier. Aktierne kan også i selskaber med nennwertslose Aktien (eller Stückaktien) opdeles i klasser. De tekniske procedurer ved kapitalforhøjelse og -udsættelse kan uden større vanskelighed tilpasses det ny system. Reglerne om vurdering og indbetaling opretholdes. Der skal stadig vises en pariværdi af aktiekapitalen i regnskabet, og denne pariværdi har betydning for forbudet mod emission til underkurs og for kravet om at vise en pariværdi ef egne aktier, jf. 2. Direktiv art. 8 og art. 22 (2) (b).

6. Den 22. oktober 1998 fremsatte Økonomiministeren et lovforslag om "tilpasning af dansk lovgivning som følge af euroens indførelse i en række andre EU-lande". Årsregnskabsloven foreslås ændret således, at selskaberne i deres regnskaber efter ÅRL kan anføre alle beløb i danske kroner eller i euro. Aktieselskabs- og Anpartsselskabslovene foreslås ændret således, at aktie- og anpartskapitalen kan angives i danske kroner eller i euro.[1] Erhvervs- og Selskabsstyrelsen bemyndiges til ved bekendtgørelse at tillade, at selskaberne kan anføre beløbene i visse andre valutaer, som "får en tilsvarende tæt tilknytning til euroen som den danske krone",

---

[1] Angivelsen af beløb i danske kroner i ASL §§ 28, 48, stk. 4 og 126, stk. 1 samt i ApSL §§ 17, stk. 1, 52, stk. 1 og 62, stk. 1 ændres ikke. Her må indtil videre anvendes omregning efter kursen på det relevante tidspunkt.

og som er relevant for selskabet. Også opgørelsen af den skattepligtige indtægt og af momstilsvar m.m. kan foretages i euro eller eventuelt i fremmed valuta. Der vil senere i et forslag til ny Bogføringslov blive givet virksomhederne mulighed for "at anvende de af EU fastsatte "toldkurser" til omregning mellem euro og danske kroner". Omregningsreglen i Rådsforordning nr. 1103/97 om omregning til euro med seks betydende cifre gælder kun for omregning mellem de valutaer der deltager i eurosamarbejdet og euro. Danske kroner vedbliver med at være "det eneste lovlige betalingsmiddel i Danmark", siges det i bemærkningerne til lovforslaget, jf. Lov om Danmark Nationalbank af 1936 § 8 og Møntloven af 1988 § 4. Obligationer og andre gældsbreve m.m. kan selvsagt udstedes i euro, jf. herved Gældsbrevslovens § 7. Pantebreve i euro kan formentlig tinglyses også i Danmark, jf. Sag C-222/97 Manfred Trummer (verserende).

Lovforslaget af 22. oktober 1998 indeholder ikke forslag om ændring af andre bestemmelser i ASL end en tilføjelse til § 1, stk. 3, således at reglen lyder: "aktiekapitalen skal angives i danske kroner eller euro". Vælges euro må også aktiernes pålydende (ASL §§ 4, stk. 1, nr. 5, 21, stk. 3, og 23 a, stk. 1, nr. 2 samt ÅRL § 44) omregnes til euro.Samme ændringer foreslås i ApSL. Omregningen til euro vil give skæve tal både for aktiekapital og for aktiernes pålydende. Aktiekursen burde derimod være upåvirket af ændringen. Selskaberne kan kun undgå skæve tal ved at ændre aktiekapitalen, f.eks. hvor der er mulighed derfor (ASL § 39) ved en mindre (eller større) fondsemission. Lovforslaget åbner ikke mulighed for at ændre aktierne til non par value shares og indlader sig ikke på en diskussion af, om kravet om en mindste indskudskapital bør opretholdes også i anpartsselskaber.

7. Modsætningen mellem de forskellige opfattelser af værdien af kravet om en legal minimumskapital for selskaber med begrænset ansvar er trådt klart frem i sagen C-212/97 Centros Limited mod Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Den danske Højesteret har efter art. 177 anmodet EF-domstolen om en præjudiciel afgørelse af spørgsmålet, om Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har været berettiget til at nægte at registrere en dansk filial af et engelsk private company efter ASL § 151. Filialreglerne i ASL bygger på det 11. selskabsretlige Direktiv af 21.12.1989. Det engelske private company var stiftet af personer bosat i Danmark med en kapital på 100 GBP (ca. 1100 kr). Det engelske selskab agtede at drive hele sin virksomhed i filialen i Danmark, selskabets eneste filial. Stifternes motiv til at vælge denne særlige - usædvanlige - organisation af deres virksomhed var alene ønsket om at undgå indbetaling af den mindste selskabskapital efter ApSL (nu 125.000 kr.) Generaladvokat Antonio la Pergola gik i et udførligt forslag til afgørelse af 16. Juli 1998 ind for, at bestemmelserne om etableringsfrihed i TEF art. 52-58 er til hinder for at nægte at registrere en filial af et selskab i en anden medlemsstat med denne begrundelse. Oprettelsen af et selskab som et private company i England er lovlig, også selvom om selskabet ikke agter at drive virksomhed i England, og et engelsk selskab kan efter art. 52 og 58 oprette "agenturer, filialer eller datterselskaber" i andre medlemsstater, sml. herved 1. betragtning i 11. Direktiv. Disse andre med-

lemsstater kan give særregler for fremmede selskaber, men kun særregler "som er begrundet i hensynet til den offentlige orden, den offentlige sikkerhed eller den offentlige sundhed", jf. art. 56. Styrelsens begrundelse for registreringsnægtelsen er ikke omfattet af denne undtagelsesbestemmelse. Der er ej heller grundlag for at anvende almindelige grundsætninger om omgåelse af national ret eller om misbrug af unionsret. Bestemmelserne om etableringsfrihed indeholder ikke krav om, at et selskab skal drive virksomhed i sit hjemland som betingelse for at kunne etablere sig i andre medlemsstater. Kreditorerne er sikret af det offentlighedskrav, som er fastslået og harmoniseret i 1. og 11. Direktiv, og det er almindelig anerkendt også udenfor England, at kravet om en minimumskapital i anpartsselskaber kun giver kreditorerne en beskeden yderligere sikkerhed. I Danmark er særligt hensynet til de offentlige kreditorer - "tvangskreditorerne" - i første række Told & Skat blevet anført som hovedbegrundelsen for den seneste forhøjelse af mindstekapitalen i anpartsselskaber. Generaladvokaten er opmærksom på, at disse kreditorer ikke som kreditorer, hvis krav følger af en aftale, kan undlade at give kredit eller betinge kredit af sikkerhedsstillelse og på den vægt, som denne betragtning har haft for danske lovgivning[2], men Generaladvokaten afviser argumentet, fordi betragtningen har samme vægt, hvadenten det engelske selskab driver virksomhed i sit hjemland eller ej. Et krav om et særligt genuine link nævnes ikke. Interessant er at Generaladvokaten viser forståelse for den engelske retstilstand og navnlig, at Generaladvokaten understreger, at der må være frit spil for en competition among rules på områder, hvor fællesskabsretlig harmonisering ikke er gennemført. Domstolen har endnu ikke (Nov.1998) afsagt dom. Det er uomtalt i Generaladvokatens indlæg, at konkursprivilegiet for skatter og afgifter blev afskaffet i Danmark i 1969, - bortset fra leverandørprivilegiet for punktafgifter, og lønprivilegiet som er bevaret også efter indretningen af Lønmodtagernes garantifond, jf. KL §§ 95 og 96.

8. Rimeligheden og vigtigheden af kravet om en bestemt, ikke ganske ringe mindstekapital i aktie- og anpartsselskaber har nylig været taget op til debat i Tyskland, jf. beretningen i Die Aktiengesellschaft 1998.345 ff. Der er enighed om, at størrelsen af den legale mindstekapital er uden forbindelse med behovet for en egenkapital, som efter selskabets virksomhed ville være ønskelig eller passende. Erkendelsen af at der er forskel mellem den legale mindstekapital og den driftsmæssigt set ønskelige egenkapital afspejler sig i Tyskland i debatten om Unterkapitalisierung og i dansk lovgivning i ASL § 54, stk. 3,1 pkt., hvorefter "bestyrelsen skal tage stilling til, om selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt i

---

[2] Den reduktion af kreditrisikoen for Told & Skat, der følger af nyere regler om aconto skat, om forkortet afregningsperiode af indeholdt skat, jf. Kildeskattelovens §§ 56 og 56, og om forkortet frist for indbetaling af moms synes at have været uomtalt i Højesterets forelæggelsesbeslutning. Generaladvokaten synes ikke at have været bekendt med disse bestemmelser eller med den nyere - robuste - danske lovgivning om anvendelsen af særlige tvangsmidler til inddrivelse af skatterestancer bl.a. Lov nr. 936 af 27. december 1991 om erhvervsudøvelse på grundlag af autorisation og f.eks. HRD af 16. september 1998.

forhold til selskabets drift"[3], og i ASL § 69 a hvorefter generalforsamlingen skal indkaldes, hvis halvdelen af aktiekapitalen er tabt. Reglen i § 54, stk. 3, der gælder alle aktieselskaber, angår direkte bestyrelsens pligt til at holde sig orienteret om selskabets økonomiske stilling, f.eks. ved gennemgang af perioderegnskaber, og budgetter og planer, men bemærkningerne til forslaget til § 54, stk. 3 henviser til bemærkningerne til de detaljerede regler om bestyrelsens forretningsorden i børsselskaber i § 56 stk. 5, navnlig nr. 7 og 9, hvorefter den præcisering af bestyrelsens pligter i børsselskaber, der er indeholdt i disse regler, kan få betydning for bestyrelsesmedlemmernes ansvar for "undladelser eller forsømmelighed" (Lovforslag nr. L 61 s. 24-25; FT 1992-93, tillæg A sp. 1603). De nye norske Aktielove indeholder i §§ 3-4 og 3-5 en bestemmelse, som er endnu mere bastant end den danske § 54 stk. 3,1 pkt.. Bestemmelsen i § 3-4 lyder: "Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet". Bemærkningerne til denne bestemmelse i NOU 1996:3 s. 42 ff, s. 95 og s. 101 f fremhæver betydningen af, at selskaber har en forsvarlig egenkapital. Reglen kan få betydning for bestyrelsens erstatningsansvar (s. 42), men der stilles ikke forslag om en ændring af principperne for ansvarsgennembrud (s. 102). Bestemmelsen i § 3-4 findes i begge i de norske love om henholdsvis private og offentlige selskaber. Bestemmelserne i ASL § 54 - og naturligvis - i ASL § 56, stk. 5, findes kun i ASL, ikke i ApSL. Reglen i ASL § 69 a om underretning af aktionærerne om kapitaltab er knyttet til størrelsen af aktiekapitalen, og reglen om kapitaltab i ApSL § 52 er knyttet til anpartskapitalen. I øvrigt må aktionærer og anpartshavere afvente årsregnskabet med dets retvisende billede af selskabets økonomiske stilling og i børsselskaber eventuelle fondsbørsmeddelelser om nedtoning af ledelsens forventninger til årsresultatet.

Gældende ret er næppe væsentligt ændret på grund af reglerne i ASL §§ 54, stk. 3, 56, stk. 5 og 69 a. Bestyrelsesansvar efter erstatningsreglen i § 140 forudsætter som fastslået senest i UfR 1998.1138H, at det måtte have stået bestyrelsen klart, at fortsat drift ville være tabgivende og at snarlig standsning af virksomheden som insolvent er uafvendelig.[4] Bestemmelsen i ASL § 69 a om tab af den halve aktiekapital er ikke nævnt i Højesterets dom, men landsretten bemærker kort, at bestyrelsen ikke traf "særlige forholdsregler i forbindelse med tabet af egenkapitalen, jf. bl.a. ASL § 69 a" (s.1152). Bestemmelsen i § 69 a synes - med rette - ikke at være tillagt væsentlig endsige afgørende betydning for ansvaret i dommene.[5] Bestemmelsen i § 54, stk. 3, 1. pkt er uomtalt, men begivenhe-

---

[3] Ordet kapitalberedskab, der vistnok er en nyskabelse, omfatter "selskabets økonomiske, herunder den likviditetsmæssige situation", jf. bemærkningerne i lovforslaget i FT 1992-93, tillæg A, sp. 1602. Ordet er også brugt i Værdipapirlovens § 82 og omfatter der deltagernes hæftelse for garantikapital.

[4] I *UfR 1998.1138 H* samledes hele det økonomiske ansvar for bestyrelsens medlemmer reelt hos bestyrelsesformandens (en advokats) ansvarsforsiking, idet EAL § 25, stk. 2, 2. pkt. gør det muligt at gøre et ansvarsforsikret bestyrelsesmedlem fuldt regresansvarlig overfor sine uforsikrede kolleger. "Paraplyreglen" i EAL viste sig at være langt mere effektiv end lempelsesreglerne i ASL § 143 og EAL § 24.

[5] Jf. herfor også *Gomard*: Aktieselskaber og Anpartsselskaber, 3. udg. 1996 s. 420 note 13.

derne i sagen udspillede sig før denne bestemmelse var blevet til. Det ligger imidlertid nær at antage, at heller ikke § 54, stk. 3, 1 pkt. om den havde eksisteret, ville have gjort nogen forskel i ansvarsbedømmelsen i denne og næppe heller i andre lignende sager. Begrebet underkapitalisering er hverken i Danmark eller Norge benyttet som betegnelse i lovtekst eller i bemærkningerne til lovforslag som betegnelse for tilfælde, hvor egenkapitalen er mindre end den driftsmæssigt ønskelige eller forsvarlige egenkapital eller end den nominelle aktie- eller anpartskapital.

9. Bestemmelserne i ASL kapitel 7 om nedsættelse af aktiekapitalen går ud på, at et aktieselskab kan nedsætte sin kapital, såfremt der efter nedsættelsen er dækning for den (nedsatte) bundne egenkapital, jf. ASL § 44 a, stk. 2, 2.pkt. Nedsættelsen af aktiekapitalen kræver indkaldelse af kreditorerne efter reglerne i ASL § 46, såfremt der i forbindelse med kapitalnedsættelsen skal ske udbetaling til aktionærerne eller "henlæggelse til en særlig fond, der kun kan anvendes efter beslutning af generalforsamlingen". Kapitalnedsættelse ved annulation af egne aktier regnes for en kapitalnedsættelse med udbetaling til aktionærerne, også selvom de egne aktier er erhvervet på et tidligere tidspunkt indenfor 10%-grænsen i § 48 og dengang uden tanker om kapitalnedsættelse.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har antaget, at der ved en kapitalnedsættelse, hvor der til aktionærerne udbetales et mindre beløb end pariværdien af kapitalnedsættelsen, skal ske henlæggelse af et beløb svarende til "underkursbeløbet" til en særlig fond til rådighed for generalforsamlingen som nævnt i § 44 a, stk. 1, nr. 3. Bestemmelsen i nr. 3 er, om den som sket forstås efter ordene, meningsløs. Det betones i Aktielovsbetænkningen nr. 540/1969 s. 95, at tanken med den særlige fond er, at nedsættelsesbeløbet, såfremt det ikke udbetales straks, er fri, uddelingsberettiget egenkapital, og som sådan er beløbet til rådighed for generalforsamlingen "til senere fri disposition". Det er uklart, om Aktielovskommissionen har lagt andet i ordet "senere", end at et nedsættelsesbeløb, som ikke er anvendt til dækning af underskud og som ikke er udbetalt, er fri egenkapital.[6] Det er muligt at afholde en ekstraordinær generalforsamling umiddelbart efter at generalforsamlingen har vedtaget kapitalnedsættelsen og der ophæve den "særlige fond" og overføre beløbet til selskabets øvrige frie reserver, men en sådan fremgangsmåde ville være et unødigt omsvøb. Denne beslutning burde kunne træffes straks som en konsekvens af, at generalforsamlingen i sin beslutning om kapitalnedsættelsen har bestemt sig for at nøjes med at udbetale et delvist vederlag - en underkurs - for de købte og annullerede aktier, måske under hensyn til reglen om, at der fremtidigt skal være fuld dækning for den nedsatte aktiekapital eller af andre grunde. Henvis-

---

[6] Styrelsens argument er, at da aktier ikke må tegnes til underkurs, jf. ASL § 13, må en kapitalnedsættelse med udbetaling, jf. § 44 a, stk.1, nr 2, ejheller ske til underkurs. Denne anvendelse af reglen om indbetaling analogt på udbetaling er ikke overbevisende. Opfattelsen i Sverige af den til § 44 a, stk. 1, nr. 3 svarende regel synes da også at være anderledes, jf. *Kedner & Roos*: Kommentar til ABL, 5. uppl. 1995 s.206 bl.a. om underkurs.

ningen i Betænkningen af 1969 til en "senere" beslutning kan ikke bære en afvigelse fra dette naturlige resultat.

10. Reglerne i ASL kapitel 8 om egne aktier stemmer overens med art. 18-22 i 2. Direktiv. ASL giver ligesom Direktivets art. 20 (1) (a) mulighed for at nedsætte aktiekapitalen ved opkøb og annulation af egne aktier, jf. § 48 b, nr. 1. Opkøb af mere end 10% af aktiekapitalen kræver en forudgående beslutning i generalforsamlingen om reduktion af aktiekapitalen ved annulation af egne aktier, jf. ASL § 44. Kapitalnedsættelse ved annulation af egne aktier kan kun ske efter indkaldelse af kreditorerne efter ASL § 46. Dette gælder også, hvor selskabet tidligere - før generalforsamlingens beslutning om kapitalnedsættelsen - havde erhvervet de egne aktier, der annuleres, sml. herved også ASL § 48 f.[7]

Kapitalnedsættelse ved opkøb af egne aktier har været en del benyttet i USA og har efter den amerikanske litteratur at dømme navnligt være begrundet i en lempeligere beskatning af aktieavance end af aktieudbytte. I Danmark består der den forskel, at avancer på aktier ved salg efter 3 års ejertid er skattepligtige for personer, men ikke for selskaber, jf. nærmere Aktieavanceskattelovens § 16 B, stk. 2 og Cirkulære nr. 72 af 17. april 1996 pkt. 9.2.3. Det synes som om overvejelser af kapitalbehov og det gunstigste forhold mellem egen- og fremmedkapital i de kommende år vil føre til kapitalnedsættelse i nogle selskaber ved annullation af aktier og dermed til kursstigning og ikke kun til justering opad af udbytte. Over tid vil i øvrigt selv en moderat inflation i aktive selskaber føre til en relativ reduktion af aktiekapitalen, der jo modsat balancens øvrige poster er et fast beløb.

11. Reglerne om aktionærlån i ASL blev ændret ved Lov nr. 282 af 9. juni 1982. Reglerne er udførligt begrundet i bemærkningerne til forslaget til loven af 1982 i FT 1981-82, tillæg A, sp. 2883 f. Overvejelser om skat har ligesom ved forhøjelsen af mindstekapitalen i ApSL også her spillet en rolle. Rentesatsen for krav om tilbagebetaling af ulovlige aktionær- og anpartshaverlån er satsen efter Renteloven med et tillæg på 2 procentpoints, jf. ASL § 115, stk. 4 og ApSL § 49, stk. 4. Denne rentesats er, siges det i sp. 2884, hentet fra skattevæsenets fastsættelse af en fikseret rente svarende til markedsrente (rentetillægget er dog efter SD-cir. 1982-24 4 procentpoint over diskontoen).[8] De, der har truffet eller opretholdt beslutning om et aktionærlån, indestår for selskabets tab, jf. stk. 5 i låneforbudsbestemmelserne i de to selskabslove. Lige med lån til aktionærer og anpartshavere behandles det at yde lån eller i øvrigt at stille midler til rådighed for erhvervelse af aktier (anparter) i selskabet være sig for aktionærer eller for andre, jf. stk. 2 i lånebestemmelserne. Placeringen af forbudet mod, at et selskab financierer andres erhvervelser af

---

[7] Jf. Aktielovskommentaren note 1 til § 46.

[8] Sml. *Engholm Jacobsen m.fl.*: Skatteretten 2, 2. udg. 1995, s. 523

dets aktier eller anparter, der også findes i 2. Direktiv som art. 23, stk. 1, som et stk. 2 i ASL § 115 og i ApSL § 49, og dermed som en situation, der er analog med og derfor bør behandles efter samme regler som aktionærlån, betyder, at også ugyldighedsreglen, tilbagebetalingsreglen, rentereglen og erstatningsreglen i stk. 3-5 gælder for financiering af køb af aktier i selskabet. Denne placering af forbudet har ført til en streng afgørelse i UfR 1998.1172H. Sælgeren af et overskudsselskab overførte selskabets aktiver til køberen og modtog købesummen for anparterne. De skatter, der påhvilede selskabet blev ikke betalt, og beløbet kunne ikke betales af selskabets bo. Det måtte efter dommen i UfR 1997.364H (Satair) ligge nær at antage, at sælgeren efter den almindelige erstatningsregel var ansvarlig for Told & Skat's tab, selvom købesummen for aktiverne svarende til skattepassivet var 65% mod 80% i Satairsagen, og selvom skattegælden udgjorde en væsentlig mindre del af balancesummen, mindre end 10% mod godt 50% i Satairsagen. Erstatningspligten fandtes i Satairdommen at følge af den almindelige erstatningsregel og derfor ikke at kunne omfatte også renter af skatterestancen efter Selskabsskatteloven og omkostninger ved behandlingen af det solgte selskabs bo. I UfR 1998.1172 H blev der da også pålagt erstatningspligt, men ikke efter den almindelige erstatningsregel.Aktiverne i det solgte selskab, der forelå kontant, var i overensstemmelse med salgsaftalen overført til køberen, idet beløbet var krediteret køberens advokats klientkonto. Sælgeren havde derfor overtrådt ApSL § 84, stk. 2 og var følgelig ansvarlig, men efter ApSL § 84, stk. 5 (nu § 49, stk. 5) svarende til ASL § 115 stk. 5. Det statueres i dommen, der er kortfattet, at sælgeren, som var enepartshaver i det solgte selskab, havde overtrådt ApSL § 84, stk. 2, og var ansvarlig efter reglen i § 84, stk. 5. Dommen fastslår, at erstatningsreglen i stk. 5 er en objektiv regel og således forskellig fra den almindelige erstatningsregel, jf. ordet "indestår" i stk. 5 og udtalelsen i bemærkningerne i FT 1981-82, tillæg A, om at der efter stk. 5 hæftes "ubetinget for at de ulovlige dispositioner bringes til ophør".[9] Reglen i stk. 5 kræver dækning af "selskabets tab", og reglen dækker efter dommen derfor i modsætning til den almindelige erstatningsregel også følgeskader som skatterenter og inddrivelsesomkostninger (in casu likvidationsomkostninger).

Højesteret har således bl.a. antaget, at - sælgeren havde "stillet midler til rådighed" for aktiekøbet ved at overføre aktiverne til en konto lydende på køberens navn og ikke til ny konto lydende på selskabets navn. Ifølge 2. Direktiv art. 23 (1) må et selskab ikke "stille midler til rådighed ... med henblik på trediemands erhvervelse af dets aktier". Ordene "med henblik på" er ikke medtaget i de danske bestemmelser. Dommen tager ikke stilling til, *om* ordene i Direktivets art. 23 "med henblik på trediemands erhvervelse" som sket i Tyskland må forstås således, at art. 23 kun gælder, hvor parterne har aftalt, at "zur Verfügung gestellte Mittel zum

---

[9] I Sverige nøjer man sig ligesom dansk ASL i § 113, stk. 2, med den almindelige erstatningsregel, jf. *Gomard*: Aktieselskaber og Anpartsselskaber s. 418 note 9.

Aktienerwerb eingesetzt werden sollen"[10], *om* Direktivet er rigtigt forstået i Tyskland, og *om* Direktivet uanset den afvigende ordlyd i den danske ASL § 115, stk. 2 efter Loven af 1982 bør være eller er bindende for fortolkningen af den danske bestemmelse. Spørgsmålet om forståelsen af art. 23 kan formentlig kun påkendes af Europadomstolen efter TEF art. 177 i en sag om et aktieselskab, sml. TfS 1998.564.[11] Den, der som sælger har anvist aktiverne til en konto lydende på købers (eller hans advokats) navn, kan ikke uden videre siges at have truffet en disposition *med henblik* på en financiering i strid med stk. 2 (og med art. 23). Dommen citerer ApSL § 84, stk. 2 og har således ikke opfattet dispositionen som et anpartshaverlån i strid med § 84, stk. 1, og dermed udenfor den parallelle regel om aktieselskaber i art. 23.[12]

12. Koncernselskaber låner ofte penge af hinanden. Overskud og underskud af likviditet i en koncern kan udjævnes ved fælles likviditetsstyring. En koncern kan føre en fælles koncernbankkonto og kan bl.a. på denne måde opnå kun at skulle svare rente af en debetsaldo. Et forbud mod udlån mellem koncernselskaber ville være en unaturlig og unødvendig restriktion. Allerede reglen om aktionærlån i den oprindelige affattelse af § 115 i ASL af 1973, som tillod aktionærlån af den frie egenkapital mod sikkerhed, var begrænset af en undtagelse om lån til moderselskab, og begrundelsen i FT 1981/82, tillæg A, sp. 2884 for opretholdelse af undtagelsen består blot i en konstatering af, at den nye foreslåede § 115 a, stk. 1 og 4 svarer til den dagældende § 115, stk. 4. Både før og efter ændringen ved Loven af 1982 kan der således ske udlåning til moderselskab også af bunden egenkapital og uden sikkerhedsstillelse. Undtagelsen fra aktionærlåneforbudet i ASL § 115, stk. 1, der nu findes i § 115 a, stk. 1 (ApSL § 50, stk. 1), gælder ligesom sin forgænger kun lån til moderselskab. Lån til andre koncernselskaber, der måtte have en aktie, er ikke undtaget.[13] Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fortolker "moderselskab" i §

---

[10] Jf. bl.a. *Uwe Hüffer*: Aktiengesetz, 2. Aufl. 1995 § 71a note 3 og om norsk ret *Aarbakke*: Aksjeloven 2 utg. 1996 s. 477 f.

[11] Formulering af § 115, stk. 2, blev ændret ved Loven af 1982 "for at tilvejebringe overensstemmelse med Direktivets art. 23, stk. 1". Det er derfor klart, at § 115, stk. 2, er undergivet EF-Domstolens fortolkning, jf. sag C - 28/95 (*Leur_Bloem*) Saml. 1997 I 4161 om Fusionsbeskatningsdirektivet 90/434, uanset om der som nævnt bl.a. i *Gomard*: Aktieselskaber og Anpartsselskaber s. 318 note 23 og *Giertsen*: Selskapsfinanssierte Aksjeerverv, 1996 s. 45 ff er sproglige forskelle mellem den danske gengivelse af art. 23 og gengivelsen på andre sprog. Udtrykket "stillet til rådighed....i forbindelse med sådan erhvervelse" i § 115, stk. 2, synes at række videre end både den danske art. 23 (1) "stillet til rådighed .... med henblik på trediemands erhvervelse af dets aktier", samt "advance funds .... with a view to the acquisition of its shares by a third party" og "im Hinblick auf den Erwerb ihrer Aktien ... Vorschüsse geben ...". Sml. i øvrigt om brug af art. 177 i sager om § 115 Vestre Landsrets afgørelse i TfS 1998.470.

[12] Sml. om beviset for at aktierne i et selskab er købt for selskabets egne midler også TfS 1998.470 og 519.

[13] Anderledes den svenske ABL 12:7 der generelt undtager lån til virksomheder i samme koncern, jf. nærmere *Kedner, Roos og Skog*: Del 2 s. 130. Se om låneforbudet i Sverige i øvrigt *Kleineman* i JT 1997-98 nr. 3 s. 707 ff. Også de nye norske Aktielove af 1997 § 8-7 undtager alle koncernlån og tillader i øvrigt

115 a som et dansk moderselskab. Et udlån fra et dansk datterselskab til sit udenlandske moderselskab er efter denne fortolkning af bestemmelsen i strid mod forbudet i § 115. Det er nyligt antaget i Sverige, at diskriminationsforbudet i TEF og EØS-traktaten kræver, at moderselskaber i andre union- og EØS-stater sidestilles med svenske selskaber, jf. SOU 1997:168 s. 37 og 106 samt R & R 1996 nr. 12 s. 67.[14] Meget taler for at gå et skridt videre og tillade udlån også til moderselskaber i USA, Japan og andre lande udenfor EU. Rækkevidden af den dansk-amerikanske Venskabstraktat af 1. oktober 1951 har vistnok ikke været afprøvet. Udlån til et insolvent moderselskab kan være til skade for det udlånende selskabs mindretalsaktionærer og kreditorer, men et sådant udlån kan efter omstændighederne ligesom andre tabgivende dispositioner pådrage ledelsen af datterselskabet ansvar, såfremt dispositionen må anses for uforsvarlig, jf. ASL §§ 80 og 140 og note 1 til § 115 a i *Sneholt & Thomsen's* Aktielovskommentar.[15] I dette ansvar ligger der en væsentlig sikkerhed for minoritetsaktionærer og kreditorer i de långivende selskaber, og en sikkerhed af samme værdi og effektivitet som sikkerheden mod tab ved andre uforsvarlige dispositioner. Krav mod et dansk datterselskab og dets ledelse kan anlægges i Danmark, jf. RPL § 238, stk. 4.[16] En usikkerhed ved at krav mod moderselskab udenfor EU ikke kan støtte sig til Domskonventionen er uundgåelig, jf. Konventionens art. 53. Ikke desto mindre er også oversøiske moderselskaber i almindelighed velkomne investorer. Det synes da også at være opfattelsen i hvert fald i flere lande udenfor Norden, at der ikke diskrimineres mod selskaber udenfor EU, jf. *Karsten Schmidt*: Gesellschaftsrecht s. 896.

13. Hensynet til at begrænse det offentliges tab på skatterestancer har påvirket selskabslovgivningen, jf. ovenfor i nr. 7. Et særligt hensyn til kreditorer, hvis krav som bl.a. Told & Skats skattekrav opstår uden kreditors vidende og vilje synes også - uden særlig lovhjemmel - at have øvet indflydelse på retspraksis. I UfR 1997.1642 H fandtes to anpartsselskaber, som var ejet og ledet af samme person, at have sammenblandet deres midler i en sådan grad, at det ene - solvente - selskab måtte hæfte for det andet - insolvente - selskabs gæld, i hvert fald for gælden til Told & Skat "der var tvangskreditor". Tanken bag tilføjelsen i dommen's præmisser af, at tvangskreditorer indtager en særlig stilling, er vel, at andre - frivillige -

---

aktionærlån af fri egenkapital mod sikkerhed. I den svenske Betænkning SOU 1997:188 s. 87 f foreslås forbudet mod aktionærlån ophævet.

[14] Ligeså bl.a. *Gomard*: Aktieselskaber og Anpartselskaber s. 28 note 19. Spørgsmålet har ikke foreligget til afgørelse i Erhvervsankenævnet, jf. dettes Årsberetning 1994.120, men ville kunne prøves i en egnet sag og eventuelt forelægges Europadomstolen efter art. 177.

[15] Også reglerne om ulovligt udbyttebetaling i ASL § 113 kan efter omstændighederne yde et værn, sml. for svensk ret *Anderson*: Om vinstutdeling från aktiebolag, 1995.

[16] Denne bestemmelse kan formentlig i hvert fald i et vist omfang anvendes også indenfor Domskonventionens område, jf. dennes art. 5 nr. 5 samt *Schotte mod Parfums Rothschild* Saml. 1987.4905.

kreditorer kan have ydet kredit eller henstand vidende om, at de derved udsætter sig for en vis ikke ganske ringe kreditrisiko og efter at have afvejet denne risiko med fordelen ved dispositionen. Sådanne kreditorer kan derfor siges at handle på eget ansvar eller risiko eller - med sprogbrugen i UfR 1998.1137(1157)H - "at have akcepteret tabsrisikoen" eller at have udvist egen skyld.[17] Erstatningskrav fra disse kreditorer må i så fald efter omstændighederne nedsættes eller bortfalde. En tvangskreditors krav hviler derimod ikke på en beslutning om at yde kredit. Bemærkningen i dommen kan både være udtryk for indrømmelsen af en særstilling for tvangskreditorer, men kan også blot være et forbehold om at der efter den almindelige erstatningsrets regler kan gøre sig særlige forhold gældende for andre kreditorer, sml. herved UfR 1985.1028 H.

14. Der er i nr. 1-13 omtalt nogle regler i ASL og ApSL, der ligesom 2. Direktiv for så vidt angår aktieselskaber har til formål såvidt muligt at bevare en egenkapital svarende til aktie- eller anpartskapitalen i selskabet. Det er åbenbart, at et absolut forbud mod forbrug af den registrerede kapital ville være urimeligt og uigennemførligt, men det falder i øjnene, at adskillige af de danske regler, enten lovbestemmelsernes ordlyd eller anvendelsen af bestemmelserne i administrativ eller judiciel praksis, er strenge og måske også strengere og mere restriktive end nødvendigt og rimeligt og i hvert fald strengere end almindeligt i vore nabolande. Retsanvendelsen navnlig i administrativ praksis er i nogle tilfælde strengere end lovordene tvinger til. Det er beklageligt, at der ikke findes eksakte og sikre målemetoder til afgørelse af, om risiciene ved mindre restriktive regler og ved en smidigere retsanvendelse er så store, at de bør gives overvægt over ulemperne for dem, der stækkes i lovlig og gavnlig virksomhed af de strikse regler og regelanvendelser. Der er efter mit skøn ikke gjort erfaringer, der tyder på, at en større fleksibilitet ville få væsentlige skadevirkninger. Ulempe og ulejlighed som følge af en særligt streng lovgivning og retshåndhævelse kan derimod være betydelig. De, der vil foretage virkeligt angribelige dispositioner, holdes næppe ofte tilbage af de citerede eksempler på særligt restriktive regler.

---

[17] Jf. *Gomard*: Aktieselskaber og Anpartsselskaber s. 420 f. - Berettigelsen af dette synspunkt i *UfR 1998.1137 H* synes ikke utvivlsom. Akcept af kreditrisiko kan ikke reducere et krav om opfyldelse mod natura mod debitor, men kan efter omstændighederne reducere et erstatningskrav mod ledelsen personligt. Det synes vanskeligt i et tilfælde som *UfR 1997.1642 H* at have nægtet andre kreditorer, f.eks. leverandører, opfyldelsen af deres krav ved et søgsmål mod det solvente selskab. Såfremt dette selskabs midler ikke måtte slå til, synes det nærliggende at erklære det insolvente selskab konkurs og at søge de midler, der var overført til det solvente selskab, tilbageført til det insolvente selskabs bo ved omstødelse efter Konkurslovens § 74 og delt lige mellem selskabets - tvungne og frivillige - kreditorer.

Kapitalregler og ansvar

af

Professor, dr.jur. Paul Krüger Andersen

1. På vej mod et nyt kapitalregime?

Aktieselskabslove, der - som den danske - har været under kraftig påvirkning af tysk selskabsret, understreger traditionelt, at det er et hovedformål med selskabslovens forskellige kapitalregler at *beskytte selskabets kapital*. Negativt, at værne mod uautoriserede udtræk fra aktionærernes side, og positivt, at tilskynde til konsolidering. Det tyske ord *vermögensbindung* sammenfatter udmærket synsvinklen. Udviklingen i kapitalreglerne har ofte været knyttet sammen med erhvervsskandaler, i Danmark f.eks. Boss-sagerne fra 1960erne og Nordisk Fjersagen fra 1990erne. Og udviklingen har typisk bestået i *stadige stramninger i reglerne*. Eksempler er forbuddet mod aktionærlån i AL § 115, forbuddet mod selvfinansiering i AL § 115, stk. 2, begrænsninger/forbud mod egne aktier/anparter i AL § 48/Apl. § 51, indførelsen af kapitaltabsreglerne i AL § 69 a/Apl. § 52 m.v.

En ny international strømning er imidlertid på vej.[1] Med engelsk-amerikansk inspiration flyttes fokus fra de klassiske kreditorbeskyttelsesmål. I overskriftsform kan det udtrykkes sådan, at der sker en bevægelse fra udtrykket *kapitalbeskyttelsesregler* til regler om en *hensigtsmæssig og fleksibel kapitalstruktur*. Den svenske betænkning 1997:22 om *Aktiebolagets kapital* udtrykker det klart i sin sammenfatning:

"I förevarande betänkande, som behandlar aktiebolagets kapital, står ägarnas möjligheter att genomföra förandringar i företagens kapitalstruktur mera i förgrunden. När kommittén behandlar bl.a. ökning och nedsättning av aktiekapitalet, förvärv av egna aktier, erbjudandeplikt och indlösen av minoritetsaktier, sker det i syfte att uppnå en flexibilitet i kapitalstrukturen som gynnar ett långsiktigt effektivt utnyttande av företagens och näringslivets resurser".

---

[1] Se herom f.eks. i det hele SOU 1997:22, Aktiebolagets Kapital og SOU 1997:168, Vinstutdeling i aktiebolag samt Die Aktiengesellschaft 8/98 p. 345 ff med referater fra et symposium om "Unternehmensfinanzierung und gesetzliches Garantikapital in Europa".

Som et eksempel blandt de nævnte, som illustrerer tankeskiftet *fra misbrug til økonomisk effektivitet,* kan nævnes betænkningens overvejelser vedrørende egne aktier.[2] Betænkningen foreslår lempelser i det hidtidige forbud mod egne aktier på samme måde, som dette allerede er sket i Norge og Finland. Det primære argument er, at lempelse "skulle förbättra företagens förutsättningar att föro tillbaka överskottmedel till aktieägarna och på det sättet bidra till ett effektivare utnyttjande av företagens och näringslivets resurser".

At der sker udviklinger i synet på kapitalreglernes indretning og funktion betyder imidlertid ikke, at selskabslovene ikke stadig har kreditorbeskyttelse som et væsentligt mål. Kapitalreglerne angiver rammer, som både aktionærer og selskabers ledelse må overholde. Overskrides disse rammer er der basis for ledelsesansvar eller aktionæransvar. Der er således *en klar sammenhæng mellem kapitalreglernes aktuelle udformning og ledelsens/aktionærernes ansvar i forhold til selskabets kreditorer.*

I det følgende beskrives denne sammenhæng nærmere.

2. Forskellige kapitalbeskyttelsesmodeller

En vurdering af selskabskreditorernes samlede beskyttelsesniveau må omfatte flere elementer. Afgørende er ikke kun selskabsretlige regler. Systematisk kunne en inddeling bero på en sondring mellem

1° Materielle krav om selskabskapital
2° Præventive beskyttelsesregler og
3° Regler om genopretning

Til de materielle krav hører *krav om minimumskapital* i forbindelse med stiftelsen og senere krav om *kapitaldannelse* f.eks. krav om reservefondsopbygning eller konsolidering i øvrigt. De sidstnævnte krav kan enten formuleres i præcise regler eller i standarder.

Ser man på de nordiske lande tegner der sig ikke noget entydigt billede af udviklingen. Troen på værdien af en minimumskapital som betydende kreditorgaranti er så vidt ses vigende. Andre kreditorbeskyttelsesformer er mere væsentlige. Denne vurdering bekræftes bl.a. af den danske anpartsselskabsreform fra 1996, hvor minimumskapitalkravet blev nedsat fra 200.000 kr. til 125.000 kr. Krav om en vis minimumskapital kan dog ses som et *værn mod opportunistisk adfærd* fra selskabsejernes side, jf. nedenfor i afsnit 6.

Med hensyn til kravene til efterfølgende kapitaldannelse følger eksempelvis dansk og norsk ret forskellige spor. Præcise regler om opbygning af *lovpligtige reservefonde* er således afskaffet i Danmark og erstattet af en almindelig forplig-

---

[2] SOU 1997:22 p. 245 f, jf. herved også *Rolf Skog*, Share Repurchases in Sweden, Is it time for a change, 1996. Om den tyske og internationale udvikling se også *Christina Escher-Weingart og Friedrick Kübler*, Erwerb eigener Aktien. ZHG 162(1998) p. 537 ff.

telse til at "der skal foretages de henlæggelser, der er nødvendige efter selskabets økonomiske stilling", jf. AL § 111, stk. 1. Hermed siges næppe andet, end der allerede følger af kravet om forsvarlig drift af selskabet, jf. Al § 54.[3] I modsætning hertil indeholder de nye norske selskabslove præcise krav om konsolidering Allmennaksjelovens § 8-1 forbyder således et selskab at uddele udbytte "dersom egenkapitalen etter balansen er mindre enn ti prosent av balansesummen, uten å følge en fremgangsmåte som fastsatt i §§ 12-4 og 12-6 for nedsettning av aksjekapitalen". Denne bestemmelse erstatter tidligere regler om lovpligtig reservefond.[4] Reglen suppleres af en almindelig forsvarlighedsstandard i § 8-1(4) (forsiktig og god forretningsskikk). Man kan spørge, om der ligger forskellige vurderinger med hensyn til kreditorbeskyttelsen bag det danske og det norske valg? Hvilken vægtning af kreditorbeskyttelsen udtrykker den ene eller den anden model? Det kan f.eks. hævdes at en forsvarlighedsstandard muliggør den bedste beskyttelse, men fører den også til dette i praksis? En forsvarlighedsstandard lægger klart op til en erstatningsretlig vurdering - og sanktion. Når danske selskaber går konkurs, og der efterfølgende rejses sag om ledelsesansvar, diskuteres imidlertid aldrig, om selskabet i tidligere gode år burde have henlagt til reserver, således at en senere konkurs kunne være undgået. Ansvarsvurderingerne knytter sig i praksis til forholdene, efter at selskabet er begyndt at gå dårligt, og hvor det pr. definition ikke er i stand til at opbygge reserver. Som kreditorbeskyttelsesregel har AL § 111 haft ringe eller ingen værdi.[5]

Til de materielle krav må også regnes reglerne om *værn mod tilbagebetaling af selskabskapitalen*, dvs. navnlig reglerne om udbytte, erhvervelser af egne aktier og aktionærlån, jf. nærmere nedenfor i afsnit 3.

De *præventive regler* omfatter navnlig kravene om transparens/publicitet vedrørende selskabets kapitalforhold. Vigtigst i forhold til kreditorerne er kravene til *regnskab og revision*. På dette område konfronteres to udviklingstendeser. På den ene side krav om styrkelse af regnskabsgrundlaget og af revisors stilling. På den anden side ønsket om mindre bureaukrati og krav om lempelser, ikke mindst for små selskaber, ultimativt ophævelse af revisionspligten for disse selskaber. I perspektivet kapitalkrav og ansvar forekommer den sidstnævnte tanke betænkelig. Hvordan kan f.eks. den strenge kapitaltabsregel i Apl. § 52, der jo knytter sig til tab af 40 pct. af den regnskabsmæssige kapital, tænkes overholdt uden ekstern revisorkontrol? Det *kan* lade sig gøre, hvis der anlægges - præciseres - et strengt ansvar med hensyn til ledelsens pligt til at følge selskabets økonomiske udvikling.

---

[3] *Paul Krüger Andersen*, Aktie- og anpartsselskabsret, 5. udg. p. 218

[4] Jf. herved Ot.prp. nr. 23 1996-97 p. 40 f og *Andenæs*, Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper, 1998 p. 335 f.

[5] Dette er måske baggrunden for, at forsvarlighedskravet ikke er medtaget i Apl. § 45 om udbytte, jf. senere i teksten. Sml. herved diskussionen om den såkaldte *forsigtighedsregel* i den svenske ABL 12 kap. 2 §. Udbytte må efter denne ikke uddeles, hvis det strider mod "god affärssed". Det er blevet kritiseret, at dette udtryk ikke giver vejledning. Frem for at afskaffe forsigtighedsreglen foreslår SOU 1997:168 at præcisere, hvilke hensyn der skal tages, se betænkningen p. 76 f.

Men ansvaret må være væsentligt strengere, end hvad der håndhæves efter gældende ret, jf. nærmere nedenfor.

De *genoprettende regler* omfatter dels selskabslovenes ansvarsregler og dels reglerne om omstødelse i konkursloven. Det er oplagt, at der er et samspil mellem disse regelsæt. En lang række dispositionstyper vil både kunne give anledning til omstødelse og ansvar. Efter min vurdering mangler der i dansk ret en sammenlignende undersøgelse af dette samspil. Det ville være et oplagt afhandlingsemne.

3. Oversigt over nuværende kapitalkrav i selskabslovene

3.1. Ansvar for tilvejebringelse af kapital

1° Minimumskapitalen

Alle de nordiske lande har krav om *minimumskapital* på nogenlunde samme niveau. Dette gælder begge selskabsformer (aktie- og anpartsselskaber og de modsvarende former, publika aktiebolag/privata aktiebolag og allmenna aksjeselskaper/aksjeselskaper). En væsentlig del af reglerne om selskabsstiftelse har til formål at sikre, at stiftelseskapitalen reelt kommer til stede. Et traditionelt hovedargument bag en række kapitalbeskyttelsesregler under selskabets fortsatte liv er, at den en gang indskudte kapital ikke vilkårligt, - dvs. uden at særlige kreditorgarantier opfyldes - tilbagebetales til aktionærerne.

I lande, der som f.eks. England kun har krav om minimumskapital, hvor dette er nødvendigt af hensyn til EU-reglerne, dvs. i public companies, ophæves denne sammenhæng. Et *private company* kan registreres uden kapital eller f.eks. med en minimumskapital på 100 £. Når dette er tilfældet mister selvsagt også diskussionen om kapitalnedsættelse og om erhvervelse af egne aktier en dimension.

2° Krav om tilstrækkelig kapital

De norske selskabslove har en interessant og - efter ordlyden - umiddelbart meget vidtgående bestemmelse om selskabskapitalen. Allmennaksjelovens § 3-4, som står i lovens afsnit II under overskriften "Krav til egenkapitalen" har sin egen overskrift som er "Krav om forsvarlig egenkapital". Bestemmelsen siger i sin helhed, at *"Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet".*

Det er nærliggende at læse den norske regel som et krav om, at aktionærerne til enhver tid skal tilføre selskabet den nødvendige kapital. Et sådant krav ville i sandhed være vidtrækkende - og nyskabende - i aktieselskabsretten. Dette er da heller ikke bestemmelsens sigte. Såvel i Norge som i Danmark er det stadig en grundlæggende regel, at aktionærerne ikke kan tvinges til at foretage indskud ud over aktiekapitalen. Meningen med bestemmelsen er da også en anden. Det ses bl.a. af, at § 3-4 systematisk knytter sig til den efterfølgende § 3-5 om "Handleplikt ved tap av egenkapital". § 3-5 er det norske modstykke til kapitaltabsreglen i AL § 69a. Meningen med § 3-4 er at understrege ledelsens ansvar for selskabets forsvarlige drift, herunder kapitalforsyningen.

Sammenlignet med dansk ret svarer § 3-4 dermed til reglen i AL § 54, stk. 3, hvorefter "bestyrelsen skal tage stilling til, om selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt i forhold til selskabets drift".

For begge regler gælder, at de ikke formulerer objektive krav om indskud af kapital. De er tilsyns- og handleregler, hvis manglende overholdelse kan medføre erstatningsansvar for selskabets ledelse.

Reglen i AL § 54, stk. 3 blev som bekendt indført som et resultat af Nordisk Fjer-skandalen. Den ses ikke at have fået stor gennemslagskraft i praksis, jf. også nedenfor. Den norske bestemmelse er som nævnt sammenknyttet med kapitaltabsreglen i § 3-5. I forhold til AL § 69a er det værd at bemærke, at pligten til at indkalde til generalforsamling efter den norske bestemmelse indtræder, så snart egenkapitalen ikke kan anses forsvarlig, dvs. efter omstændighederne selv om halvdelen af aktiekapitalen ikke (endnu) er tabt. *Er* halvdelen tabt, er indkaldelse obligatorisk. Generalforsamlingen er heller ikke som efter den danske regel frit stillet. Efter den norske § 3-5 skal der enten foreslås tiltag, som giver selskabet en forsvarlig kapital, eller selskabet skal foreslås opløst. Målt ud fra synsvinklen kreditorbeskyttelse er de nye norske regler i højere grad end de danske egnet til at medføre en skærpelse i ledelsens handlepligter/ansvar.

3° Udbetalinger til aktionærer og ledelse

AL § 110 om udbetaling af udbytte i det enkelte selskab knytter udbyttebetaling sammen med det eksterne regnskab. Efter stk. 1 er udbytte begrænset til årets overskud plus de fri reserver. Dette er en objektiv begrænsning. Overskrides denne skal aktionærerne tilbagebetale, hvis de er i ond tro, jf. AL § 113, stk. 1. Kan tilbagebetaling ikke gennemføres, er de, som har medvirket til beslutningen eller dennes gennemførelse, ansvarlige efter erstatningsreglerne i §§ 140-143, jf. § 113, stk. 2.

Den objektive regel i § 110, stk. 1 suppleres af en generel forsvarlighedsstandard i § 110, stk. 2. Forsvarlighedskravet gælder både i enkeltselskaber og i koncerner, hvor moderselskabet skal tage hensyn til "koncernens økonomiske stilling".

Det supplerende forsvarlighedskrav vedrørende enkeltselskaber - og endnu mindre - kravet i koncernforhold, har ikke spillet nogen væsentlig rolle, når man ser på praksis i ansvarssager. Pæne selskaber handler givetvis efter lovens forskrifter, men det er sjældent den slags selskaber, der giver anledning til erstatningssager. Der findes ingen danske domme, der har statueret ansvar ud fra en vurdering af, at der tidligere er udbetalt udbytte inden for et regnskabsmæssigt overskud frie reserver, men dog uforsvarligt. På samme måde som reservefondsreglen i AL § 111, stk. 1 har forsvarlighedsstandarden i § 110 haft ringe eller ingen betydning som kreditorgaranti.

De norske regler om udbytte indeholder de samme elementer som AL § 110. § 110, stk. 1 modsvares af allmennaksjelovens § 8-1 (1) og § 110, stk. 2 af den norske § 8-1 (4). Med i forståelsen af de nævnte bestemmelser må tages § 3-4 med kravet om forsvarlig egenkapital, jf. herom ovenfor.

Dertil kommer, at § 8-1 (2) yderligere begrænser udbyttebetaling, hvis egenkapitalen efter balancen er mindre end ti procent af balancesummen. Der er her tale om et solvenskrav, som ikke kendes i dansk selskabslovgivning.

Vedrørende *aktionærlånereglerne* kan det bemærkes, at Danmark og Sverige har et absolut forbud mod aktionærlån. Aktionærlånereglerne i den norske allmennaksjelovs § 8-7 tillader aktionærlån inden for rammer, som stort set svarer til de regler, der gjaldt i Danmark før indførelsen af det absolutte forbud.

Ulovlige aktionærlån skal selvsagt tilbagebetales. Efter AL § 115, stk. 4 med tillæg af en strafrente.

AL § 115, stk. 2 indeholder dertil en særlig ansvarsregel, hvorefter de, der har truffet eller opretholdt de ulovlige dispositioner, indestår for selskabets tab. Ansvarlige efter denne regel er således selskabets ledelse, som har bevilget lånet. Højesteret afviste derimod i Satair-sagen, U 1997 p. 364 H, at lade sælgerne (moderselskabet) af aktier i det senere tømte selskab være ansvarlige efter aktionærlånereglen. Sælgeren ansås derimod ansvarlig efter den almindelige erstatningsregel. I relation til beskyttelsen af selskabets kreditorer er Satair-sagen interessant, fordi den fastslår, at *sælgere af et selskabs aktier principielt har et ansvar i forhold til selskabets kreditorer*. En række senere selskabstømmersager har taget stilling til, hvornår et sådant ansvar konkret foreligger.

Rækkevidden af *forbuddet mod selvfinansiering* i AL § 115, stk. 2 er omdebatteret. Det er til dels uafklaret, hvilke hindringer forbuddet medfører i forbindelse med (normale) virksomhedsoverdragelser. Selvfinansieringsreglerne har fundet speciel anvendelse i en række selskabstømmersager, jf. således U 1998 p. 1119 H (ikke selvfinansiering) og U 1998 p. 1172 (selvfinansiering).

Som nævnt ovenfor er der en international bevægelse i regning af et mere liberalt syn på reglerne om erhvervelse af *egne aktier*. Dette har bl.a. givet sig udtryk derved, at både Sverige, Norge og Finland har ophævet eller er på vej til at ophæve de hidtidige regler om forbud mod erhvervelse af egne aktier. Et fælles synspunkt er, at (en vis) adgang til at erhverve egne aktier giver mulighed for en *løbende tilpasning af selskabets kapital*. Den nye måde at bruge reglerne på har til formål at tilfredsstille kravet om *shareholder value*. Kapitalen skal tilpasses, således at aktionærerne får størst mulig værditilvækst. Der kan blive tale om både opkøb af egne aktier og salg af samme. I sidstnævnte henseende kan man sidestille forholdet med en nyemission.

Medens problemstillingerne vedrørende egne aktier har været diskuteret indgående i de øvrige nordiske lande i lyset af, at forbudsreglerne ophæves, har der ikke været en tilsvarende diskussion i Danmark. Dette hænger selvfølgelig sammen med at aktieselskabsloven tillader 10 procents erhvervelser. Flere store danske selskaber har imidlertid iværksat opkøbsprogrammer, som aktueliserer en nærmere selskabsretlig diskussion om såvel problemer i forbindelse med opkøb som med eventuelle efterfølgende salg. AL § 48 angiver alene en procentgrænse for de lovlige opkøb, men siger ikke herudover, om der gælder yderligere regler. Efter min opfattelse må § 48 suppleres med aktieselskabsrettens almindelige principper, herunder reglerne om minoritetsbeskyttelse og den selskabsretlige ligheds-

grundsætning. Opkøb må gennemføres således, at disse regler iagttages. I et børsnoteret selskab vil køb i markedet (til markedskurs) givetvis være i orden. Køb fra enkeltaktionærer i ikke noterede aktieklasser eller i ikke børsnoterede selskaber bør undgås. Der bør udformes et *generelt opkøbsprogram*, som tilfredsstiller alle aktionærers interesse.

Særlige problemer opstår i forhold til de børsretlige regler om insider handel og kursmanipulation i værdipapirhandelsloven. Det vil føre for vidt at komme nærmere ind på disse problemer i dette indlæg.

4. EU-bindinger

4.1. 2. selskabsdirektiv gælder kun for aktieselskaber

Det andet selskabsdirektiv om selskabers kapital gælder kun for aktieselskaber. Begrundelsen herfor er ifølge direktivet, at disse selskabers virksomhed spiller en fremtrædende rolle i medlemsstaternes økonomi og ofte rækker ud over den enkelte stats område. De enkelte landes lovgivninger om anpartsselskaber/modsvarende selskabsformer behøver således ikke opfylde kapitaldirektivets krav - men kan selvfølgelig også være identiske hermed eller strengere.

Bør kapitalreglerne for anpartsselskaber (GmBH'er, private companies osv.) være lempeligere, identiske med eller strengere end dem der gælder for aktieselskaber?

Der kan anføres argumenter for alle løsninger. Vælger man at lægge vægt på direktivets begrundelse for at skærpe kapitalbeskyttelsesreglerne, jf. ovenfor, kan kapitalreglerne i mindre selskaber udformes mindre restriktivt. I overensstemmelse med denne tankegang har England således undladt at skærpe reglerne om minimumskapital i private companies. Det er altså fortsat uhyre let (billigt) at stifte og benytte engelske private companies som retlig ramme for erhvervsdrift. At der ikke er krav om minimumskapital behøver dog ikke nødvendigvis at medføre, at kreditorerne i disse engelske selskaber oftere lider (ubegrundede) tab end kreditorerne i danske anpartsselskaber, jf. nærmere nedenfor i punkt 6.

Danmark har valgt en anden linje. Fra første færd har de kapital- og kreditorbeskyttende regler i aktie- og anpartsselskabsloven været identiske - med tendens til stramninger i anpartsselskabsloven. En væsentlig begrundelse har været, at man ikke ønskede at skabe en ny selskabsform som på grund af et ringere beskyttelsesniveau ville indbyde til misbrug og at den fri adgang til at omdanne anpartsselskaber til aktieselskaber, som anpartsselskabsloven bygger på, ud fra omgåelsesbetragtninger nødvendiggør, at anpartsselskabsloven opretholder (mindst) samme beskyttelsespræceptive niveau. Status i dag - efter anpartslovsrevisionen i 1996 - er, at kapitalbeskyttelsesreglerne i anpartsselskabsloven på de fleste punkter er bragt på niveau med aktieselskabsloven, at forbuddet mod egne anparter i Apl. § 51 er opretholdt, og at kapitaltabsreglen i Apl. § 52 ligeledes er opretholdt i en skærpet version i forhold til AL § 69 a - begge dog fortsat knyttet til den regi-

strerede aktie/anpartskapital, ikke til det faktiske risikoniveau som i Norge, jf. foran.

4.2. Konkurrencesynsvinklen

En central konsekvens af at have selskabsformer med forskelligt legalt "beskyttelsesniveau" er risikoen for, at der spekuleres i at udnytte lempeligere selskabsregimer. Dette gælder både nationalt, jf. ovenfor, og i forholdet mellem landene. *Vil selskaberne søge mod de selskabsretlige regimer, der har de mest lempelige regler?* Hvis ja, er dette så godt eller dårligt?

Denne problemstilling aktualiseres af sagen *Centros Limited*, sag C-212/97 - som verserer for EF-domstolen. Sagen skal ikke omtales detaljeret her. Der henvises til *Karsten Engsig Sørensens* senere artikel nedenfor. Helt kort fortalt drejer sagen sig om, hvorvidt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen var berettiget til at nægte at registrere en dansk filial af det engelske selskab Centros Limited, som var stiftet med en kapital på 100£. Erhvervs og Selskabsstyrelsen betragtede fremgangsmåden som et forsøg på at omgå de danske kapitalkrav.

Generaladvokatens forslag til afgørelse fremkom den 16/6 1998 og går Erhvervs- og Selskabsstyrelsen imod. Det fremgår, at såvel Generaladvokatens som Kommissionens principielle holdning er, at det i et EU-retligt perspektiv ikke er odiøst, at virksomheder inden for EU søger mod de lande, hvis selskabsretlige regler passer virksomhederne bedst. Dette er ikke omgåelse af nationale regler, men i udgangspunktet tværtimod nyttig konkurrence mellem lovgivninger.

Udfaldet af Centros Limited-sagen skal ikke forgribes her. Et par interessante perspektiver skal dog nævnes: Et er, at sagen formentlig illustrerer en forskel mellem den engelske og den tysk inspirerede kontinentale retstradition, som også er grundlaget for dansk selskabsret. Efter den sidstnævnte er vi vant til, at lovgivningen står som garant for selskabets interessegrupper. Misbrug imødekommes typisk ved en stramning og udbygning af regelsystemet. Efter den engelske tradition er det i højere grad op til de enkelte interessegrupper selv at varetage deres interesser. Formuleret i lidt mere teoretiske termer hersker der i England en højere grad af tiltro til markedets selvregulerende evne.[6] Kan man på forhånd afgøre, hvilket system der er bedst? Og kan hvert enkelt EU-land opretholde sin opfattelse?

Et andet spørgsmål er, om enkelte kapitalbeskyttelsesregler (in casu: kravene om minimumskapital) i et EU perspektiv kan vurderes isoleret. Hvis det anerkendes, at det enkelte EU-land kan hindre omgåelse af nationale kapitalregler, skal en sammenligning da ikke inddrage alle kapitalbeskyttelsesregler, altså bero på det samlede kapitalbeskyttelsesniveau? Det forekommer i hvert fald uholdbart, såfremt enhver forskel i en detailregel skal give hjemmel for en omgåelsesbetragtning. Et mindstekrav må formentlig være, at der udformes et eller andet væsentlighedskriterium.

---

[6] Jf. herved *Paul Davies* i Die AktienGesellschaft 8/98 p. 346 f, 348.

5. Tilsyns- og handlepligter

5.1. Selskabsledelsens pligter

Selskabslovene indeholder både generelle og specifikke regler, som præciserer ledelsens pligt til at føre nøje kontrol med selskabets kapitalforhold. Faktisk er det sådan, at de selskabsretlige regler, der beskriver ledelsens pligter, især fokuserer på kapitalforholdene. De to centrale begreber i grundreglen om ledelsespligterne - AL § 54 - er *"formueforvaltning"* og *"bogføring"*. Ledelsen skal sørge for en betryggende formueforvaltning og en ordentlig bogføring.

Man kan kort sige, at de generelle regler kræver, *at* ledelsen sørger for, at der er et forsvarligt økonomisk registreringssystem, der gør det muligt at have et aktuelt overblik over selskabets økonomiske udvikling, og *at* ledelsen skal bestræbe sig på at denne udvikling forløber i positiv retning.

Hertil knytter sig de specielle regler om *kapitaltab* i AL § 69 a/Apl. § 52. Kapitaltabsreglerne er som nævnt foran specifikt bundet til regnskabets udvisende gennem kriteriet tab af halvdelen henholdsvis 40 pct. af aktiekapitalen/anpartskapitalen. Kapitaltabsreglerne er tilsynsregler. De præciserer bestyrelsens pligt til at opdage og følge en negativ økonomisk udvikling. De pålægger bestyrelsen en vis handlepligt, men stiller ikke krav relateret til selskabets reelle kapitalbehov. Selv efter den strengeste af de to regler - Apl. § 52 - kan selskabet bringe sig ud af en kapitaltabssituation, såfremt det blot regnskabsmæssigt kan reetablere en minimumsanpartskapital. At dette kan lade sig gøre er imidlertid ingen garanti for selskabets *overlevelsesevne*. Nærmere til en vurdering heraf kommer kravet i AL § 54, stk. 3, 1. pkt., hvorefter bestyrelsen skal tage stilling til, om selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt i forhold til selskabets drift. I forhold til kapitaltabsreglerne er der tale om en udvidelse på to punkter: For det første tales der om selskabets *kapitalberedskab*, ikke blot om en regnskabsmæssig brøk. For det andet relateres kapitalberedskabet til *selskabets drift*, dvs. omfanget og karakteren af selskabets virksomhed. Selskabets *kapitalberedskab* er et begreb, som blev indført i lovgivningen med bestemmelsen i § 54. Der er hverken tale om et solvens*krav* eller solvens*begreb* sådan som det kendes fra bank- og sparekasseloven henholdsvis konkursloven, men har dog træk der minder om begge. Ligesom konkurslovens solvensbegreb lægges der op til, om selskabet er i stand til løbende at opfylde sine forpligtelser. Den fælles erfaring er, at det ofte er manglende likviditet, der i sidste ende fører til konkurs. Bank- og sparekasseloven kræver, at pengeinstitutters soliditet lever op til bestemte *solvensnøgletal*, dvs. nærmere angivne forhold mellem pengeinstituttets forpligtelser og balancen. Et pengeinstitut kan ikke øge sin samlede aktivitet, målt ved balancen, uden også at øge sit kapitalgrundlag. En tilsvarende præcis forpligtelse kan ikke indlægges i kravet om forsvarligt kapitalberedskab, men kravet må dog forstås således, at bestyrelsen *skal vurdere,* om der er en *rimelig balance* mellem selskabets kapital og dets aktivitet.

I § 54's krav om forsvarlig formueforvaltning ligger også en ikke nærmere præciseret fordring om *konsolidering*. Der skal foretages de henlæggelser, der er nødvendige efter selskabets økonomiske stilling, siges det mere eksplicit, men

ikke mere præcist i AL § 111. Upræcis er som nævnt foran også "forsvarlighedsdelen" af udbyttereglerne i AL § 110. Forsvarlighedskravet har formentlig en positiv pædagogisk funktion i en fornuftig og omhyggeligt arbejdende bestyrelse. En særskilt ansvarsmæssig funktion har reglen ikke haft. Det samme kan siges om AL § 112, hvorefter generalforsamlingen ikke må beslutte uddeling af højere udbytte end foreslået eller tiltrådt af bestyrelsen.

Den samlede konklusion på den ovenstående opregning af lovbestemmelser vedrørende selskabets kapitalforhold er, at det hverken skorter på generelle eller specielle regler, der indskærper ledelsens pligt til at føre tilsyn med kapitaludviklingen, til at medvirke til at der sker en kapitaldannelse i selskabet, og til at hindre, at kapital ikke vilkårligt tages ud af selskabet igen. Alle disse regler kan selvfølgelig ikke hindre, at ledelsen tager forkerte forretningsmæssige beslutninger eller at eksterne forhold bevirker, at selskabet lider tab. At et selskab går konkurs af de sidstnævnte årsager, og at kreditorer lider tab som følge heraf, hører til tingenes orden. Opfyldes ledelsens tilsyns- og handlepligter i øvrigt, burde kreditorerne næppe lide tab af andre grunde. Virkeligheden er anderledes. Forkerte og letsindige forretningsmæssige beslutninger går ofte hånd i hånd med mangelfuld økonomisk orden og tilsyn. Tingene lader sig ikke altid adskille. Den reelle betydning af at lovgivningen formulerer pligter er, at *der hermed angives et grundlag for vurdering af et ledelsesansvar*. Om der er et realitetsindhold i de velmente formuleringer afhænger af, om domstolene er villige til - og i stand til - at konkretisere pligterne, når de erhvervsmæssige handleforløb oprulles i retten. At forholde sig til, hvad der er de nedre grænser for acceptabel erhvervsadfærd er ofte en ganske vanskelig sag. Ansvarsreglerne skal ikke administreres således, at der kun kan foretages forretninger, når ethvert forhold af betydning er klarlagt, og enhver risiko er elimineret. Forretningsmæssige beslutninger må ofte tages under usikkerhed, og det er ikke uden videre uforsvarligt (ansvarspådragende) at tage betydelige risici.

5.2. Revisors opgaver i relation til kapitalkravene

Revisors rolle med hensyn til overholdelsen af kapitalkravene er central og af stigende betydning. Der er en klar udviklingstrend, der går i retning af, at der pålægges revisor flere og flere pligter. I oversigtsform nævnes:

1° Udarbejdelse af *vurderingsberetninger/udtalelse* ved apportindskud (AL § 6 a), kapitalforhøjelser (AL § 33) og fusion (AL § 134 c).

2° Revisor skal påse, at der udarbejdes forretningsorden og føres bøger, fortegnelser og protokoller samt forelæggelse og underskrift af revisionsprotokol, jf. ÅRL § 61 g, stk. 3.

3° Revisor skal føre og forelægge for bestyrelsen en *revisionsprotokol* med oplysninger om sit arbejde og om mangler vedrørende selskabets bogholderi og regnskab, jf. ÅRL § 61 j.

4° Revisor kan (og skal efter omstændighederne) foranledige afholdelse af ordinær eller *ekstraordinær generalforsamling*, når han finder det hensigtsmæssigt eller påkrævet, jf. AL §§ 70 og 72,

5° Revisor har ret til at være til stede på selskabets generalforsamling og skal være til stede på generalforsamlingen i børsnoterede selskaber, jf. AL § 61 k. Revisor skal besvare spørgsmål om regnskaber m.v.

6° Revisor har pligt til regnskabsmæssig rapportering vedrørende overholdelse af selskabslovenes kapitalbestemmelser, jf. nedenfor. For at kunne opfylde sine pligter behøver revisor selvsagt oplysninger om selskabet. Dette sikrer ÅRL § 61 h, hvorefter ledelsen skal give revisor de oplysninger, der ønskes samt adgang til at foretage de undersøgelser, der er behov for.

5.3. Revisors regnskabsrapportering om kapitalspørgsmål

I forbindelse med udfærdigelsen af selskabets regnskab må revisor tage stilling til kapitalspørgsmål på flere måder. Det er her værd at bemærke, at selskabets regnskab, både for så vidt angår enkeltposter og for så vidt angår det samlede regnskabsresultat, ikke kun tjener til information og som beslutningsgrundlag for kreditorerne, men at *regnskabet også er knyttet direkte sammen med selskabslovenes kapitalregler.*

1° Vurderingen af *regnskabets enkeltposter* må selvsagt være korrekt. Usikkerhed omkring vurdering af enkeltposter, værdiansættelser m.v. skal afspejles i regnskabet, evt. i revisors påtegning, jf. erklæringsbekg. § 5.

2° Revisor skal tage forbehold eller gøre anmærkninger om *ulovligheder eller særlige forhold vedrørende kapitalen* f.eks. aktionærlån eller kapitaltab.

3° Revisor skal tage *going concern forbehold*, såfremt forudsætningen om fortsat drift ikke er opfyldt, jf. erklæringsbekendtgørelsens § 5, stk. 1, nr. 5.

5.4. Supplerende oplysninger om forhold der kan medføre ledelsesansvar

Erklæringsbekendtgørelsens § 6, stk. 2, jf. erklæringsvejledningens nr. 2.3.2. indeholder en efter ordlyden meget vidtgående bestemmelse, hvorefter revisor skal give supplerende oplysninger i regnskabet om forhold "som giver en begrundet formodning om, at medlemmer af ledelsen kan ifalde erstatnings- eller strafansvar....", heriblandt for overtrædelse af strafferegler om berigelseskriminalitet, af selskabslovgivningen og regnskabslovgivningen. Alle de kapitalrelaterede bestemmelser indgår klart blandt de bestemmelser, som revisor skal påse bliver overholdt. I teorien er der nogen usikkerhed om den præcise rækkevidde af kravet til revisor og en tilbageholdenhed med hensyn til at pålægge revisor pligt til at gå

dybere ind i juridiske vurderinger vedrørende ansvarsspørgsmål.[7] Alligevel er endnu mere vidtgående forpligtelser måske på vej, jf. straks nedenfor.

5.5. Nye regler om anmeldelsespligt for revisor?

1° Nye svenske regler.
Sverige har i 1998 gennemført nye regler, som giver revisor anmeldelsespligt, såfremt der foreligger mistanke om ulovligheder i selskabet. Reglerne er et led i en intensiveret indsats mod økonomisk kriminalitet. Anmeldelsespligten omfatter en række angivne forbrydelsesarter, herunder bl.a. overtrædelse af selskabslovgivningens kapitalbeskyttelsesregler.[8]

2° Nye danske regler?
Et udvalg under Justitsministeriet arbejder med samme problemstilling. Udvalget har endnu ikke afgivet rapport.[9]

Såfremt udvalget når frem til, at også Danmark bør have regler om anmeldelsespligt for revisor, kan man spøge, hvorledes sådanne regler vil være i forhold til de ovenfor nævnte regler om supplerende oplysninger om muligt ledelsesansvar. Indholdsmæssigt kan de næppe være mere vidtgående formuleret. Hvis ikke det bliver tilfældet kan man sige, at der (blot) er tale om en oplysningspligt, der er fremrykket i tid i forhold til den regnskabsmæssige rapportering.

Afgørende vil være, om revisor pålægges en pligt til en mere aggressiv vurdering af ansvarsforhold end efter hidtidig opfattelse. En udvidet rolle vil kræve betydelig juridisk kompetence hos revisor, hvilket bl.a. vil kræve en yderligere indsats på uddannelsessiden.

6. Kapitalkrav og ansvar

6.1. Er kapitalkrav nødvendige eller hensigtsmæssige?

Internationalt føres som nævnt en diskussion om, hvorvidt det er nødvendigt eller hensigtsmæssigt at opretholde specifikke krav om indskudt minimumskapital. Ser man specielt på anpartsselskaberne, er det tydeligt, at frygten for misbrug af selskabsformen har spillet en væsentlig rolle både i forbindelse med forhøjelsen i 1991 af kapitalkravet til 200.000 kr. og i forbindelse med den senere nedsættelse

---

7 Jf. nærmere *Mogens Christensen* i Revisoransvar, 4. udg. p. 66 f, *Gomard*, Aktieselskaber og anpartsselskaber, 3. udg. p. 337 f, *Paul Krüger Andersen*, Aktie- og anpartsselskabsret, 5. udg. p. 339 f og *Steen Pedersen*, RR 1997/5 p. 9 ff.

8 De nye svenske regler, der er trådt i kraft den 1. januar 1999, er nærmere omtalt af *Rolf Skog* i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr. 1/1999.

9 Om det danske reformarbejde se nærmere *Lars Bo Langsted* i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret nr. 1/1999.

til 125.000 kr. i 1996.[10] Tankegangen i forbindelse med nedsættelsen til 125.000 kr. er interessant og bør fremdrages. Baggrunden for nedsættelsen var som bekendt, *at* et meget stort antal anpartsselskaber - ca. 18.000 - ikke ville kunne gennemføre en kapitalforhøjelse fra 80.000 kr. til 200.000 kr. selv om de havde en fem-års frist hertil. Selskaberne havde altså over en flerårig periode ikke kunnet præstere en regnskabsmæssig opsparing på i gennemsnit 24.000 kr., forudsat anpartskapitalen på de oprindelige 80.000 kr. var i behold. Eller ejeren ville ikke eller kunne ikke indskyde et tilsvarende beløb. Man var villig til at lade disse selskaber fortsætte, blot de havde en beholden regnskabsmæssig kapital (60% af 125.000 kr.) på 75.000 kr. eller via forhandling med E & S over (yderligere) en periode kunne nå den ny minimumskapital. Man var kort sagt villig til at lade et stort antal selskaber uden kapital af nogen betydning leve. *Til gengæld* gennemførtes, som det blev udtrykt i forarbejderne, *"en generel skærpelse af de regler, som skal sikre kapitalens tilstedeværelse"*. Eksempler herpå er, at reglen i aktieselskabsloven § 6 c om efterfølgende erhvervelser fra stiftere og anpartshavere overførtes som Apl. § 9, at der skete en opstramning af det allerede eksisterende forbud mod erhvervelse af egne anparter, Apl. § 51, forkortelse af fristerne til reetablering af kapitalen, jf. AL § 52, stk. 2 og en fjernelse af aktieselskabslovens regel om, at aktionæreres erstatningsansvar er begrænset til forsæt og grov uagtsomhed, jf. AL § 142. Tilregnelseskravet i anpartsselskaber er nu alene simpel uagtsomhed.

Anpartsselskabslovens § 20 - der svarer til AL § 54, stk. 3 - indeholder derimod ikke det første punktum om pligten til at tage stilling til selskabets kapitalberedskab, jf. herom ovenfor. Heri kan næppe ligge en afstandtagen fra den kommentar som f.eks. angives af *Sneholdt/Thomsen*[11] at, "bestemmelsens 1. led .... er en præcisering af, at bestyrelsen har en løbende pligt til at holde sig orienteret om selskabets økonomiske stilling, herunder at tage stilling til om selskabets situation er økonomisk forsvarlig". Selvfølgelig har også et anpartsselskabs ledelse en sådan pligt. Kan det alligevel undgås, at udeladelsen af 1. pkt. - uanset den erklærede målsætning om "en generel skærpelse af de regler, som skal sikre kapitalens tilstedeværelse" - i en konkret sag kan komme til at spille en rolle? Vanskelig forenelig med "skærpelsesmålsætningen" er også Apl. § 45 om udbyttebetaling. I forhold til den tilsvarende bestemmelse i AL §§ 110 og 112 er dels udeladt reglen om, at der ikke kan udbetales højere udbytte end foreslået eller tiltrådt af bestyrelsen dels det supplerende krav om at udbyttet skal være "forsvarligt". Konsekvensen af den første udeladelse er klar. Uddeling af udbytte kan ske blot efter at være godkendt af anpartshaverne og i øvrigt uden afholdelse af generalforsamling.[12]

---

[10] Sml. herved også *Gomard*, Selskabsretten 1999 p. 98 f.

[11] A/S-loven med kommentarer, 5. udg. p. 266.

[12] Jf. således *Rosenberg, Sneholdt, Thomsen*, Aps.-lovens med kommentarer, 1997 p. 189.

Den tilskyndelse til konsolidering som sædvanligvis forstås som budskabet i kravet om bestyrelsesaccept i aktieselskabsloven kan vanskeligt indlægges i anpartsselskabsloven.

Dette må så meget mere gælde, når også "forsvarlighedsstandarden" er opgivet. Ophævelsen er ifølge forarbejderne sket ud fra et "forenklingssynspunkt" ifølge hvilket "det (er) fundet overflødigt at medtage den gældende § 80, stk. 2". Bemærkningerne til Apl. § 45 føjer hertil, at "Udbyttebetalinger af uforsvarligt omfang kan medføre krav om tilbagebetaling og omfattes af de almindelige erstatningsregler".

At almindelige erstatningsregler *kan* føre til ansvar både for anpartshavere og for anpartsselskabets ledelse er evident. Men hvad er betaling af udbytte af "uforsvarligt omfang"? Eksempel: Anpartshaverne udbetaler - uden at spørge bestyrelsen - et meget stort udbytte inden for rammerne af årets overskud plus de fri reserver, dvs. i fuld overensstemmelse med Apl. § 45. Kan man tænke sig, at dette medfører erstatningsansvar for a) ledelsen b) anpartshaverne, der har modtaget udbytte.

Det er vanskeligt at forestille sig, at ledelsen skulle blive erstatningsansvarlig for udbyttebetalingen i sig selv i den nævnte situation. I et aktieselskab følger det af, at bestyrelsen skal godkende udbyttet, at den har "medvirket til beslutningen", som det siges i AL § 113, stk. 2 og at den derved pådrager sig et ansvar for udbyttets lovlighed. Men når man ikke mere skal medvirke til beslutningen, er der heller intet grundlag for at pålægge et ansvar herfor efter Apl. § 48, stk. 2.

Noget andet er, at den bestyrelse, som konstaterer det svækkede kapitalgrundlag naturligvis må lade dette forhold indgå i de fortsatte overvejelser vedrørende selskabets drift. Det kan f.eks. få betydning, hvis selskabet herefter ikke har den fornødne likviditet til at gennemføre sin fortsatte drift, jf. straks nedenfor. Men et ansvar vil da ikke blive begrundet i udbyttebetalingen som sådan, men i at selskabet i den ny situation fortsætter uden at tilpasse sin aktivitet efter den økonomiske situation.

Det er altså ikke sådan, at "forenklingen" af § 45 efterlader et fuldstændigt retligt vakuum, men det er på dette punkt vanskeligt at se forbindelsen til forarbejdernes opregning af hovedpunkterne i 96-loven, hvor det ene er "øget beskyttelse af, at anpartskapitalen ikke udhules".

Hvad angår anpartshaverne er de naturligvis i eksemplet ansvarlig for udbetalingen for så vidt, at de har taget beslutningen, Men heller ikke her kan beslutningen i sig selv føre til erstatningsansvar eller tilbagebetalingspligt efter Apl. § 48, stk. 2. Hvis anpartshaverne er den formelle eller de facto ledelse kan de efterfølgende pådrage sig ansvar, jf. ovenfor, men dette er ikke for udbyttebetalingen som sådan, men for uforsvarlig ledelse af selskabet, jf. nedenfor.

6.2. Markedets selvregulerede evne/opportunistic behaviour

Det fremgår af den foranstående gennemgang af kapitalreglerne, at selskabslovene ikke stiller krav om indskud af kapital af et omfang, der er relateret til selskabets aktivitet eller omfang. Der er intet i vejen for at påbegynde en betydelig virksomhed på grundlag af en meget beskeden (minimums-) kapital. Dette er velkendt.

Velkendt er også, at nystartede selskaber ofte bruger startkapitalen på en måde, som indebærer, at den er tabt, såfremt selskabet ikke bliver en succes. Velkendt er endelig, at mange virksomheder udmærket er i stand til at køre videre, selv om de er erkendt insolvente. Hvis selskabets kreditorer er bekendt med virksomhedens reelle økonomiske situation, afgør de selv, om vil yde kredit. Er der tale om et aktie- eller anpartsselskab kan kreditorerne tage sig betalt for risikoen ved en forhøjet rente eller kræve reel eller personel sikkerhed.

Den væsentlige kreditorbeskyttelse er ikke vagt formulerede kapitalkrav, men regler om, at selskabet skal levere pålidelige oplysninger om deres økonomi. Med andre ord kravene vedrørende regnskab og revision.

Er et selskabs regnskab retvisende og aktuelt, og er det lagt åbent frem for en kreditgiver, kan hverken ledelse eller ejere drages til ansvar, såfremt selskabet ikke kan betale.

Frivillige kreditorer må tage være på sig selv.

En forudsætning er selvfølgelig, at selskabet også i øvrigt overholder de selskabsretlige formaliteter samt formueretlige regler. *Sammenblanding af selskabernes formue, regnskabsråd m.v.* kan føre til ansvar eller ansvarsgennembrud.[13]

Forudsætningen om selvhjælp holder derimod ikke i forhold til *tvangskreditorer*. Tvangskreditorer er navnlig det offentlige vedrørende skatte- og afgiftskrav samt erstatningskreditorer. Man kan hævde, at der ligger en betydelig misbrugsmulighed i, at et selskab uden væsentlig kapital uden videre kan skaffe sig en meget betydelig offentlig kredit i form af uafregnet A-skat, moms m.v. Hvorledes kan denne misbrugsmulighed imødegås?

Det er hverken realistisk eller ønskeligt, at stille *kapitalkrav*, som reelt sikrer det offentliges krav. Selv forhøjelsen til 200.000 kr., som direkte var motiveret med hensynet til nedbringelse af offentlige restancer, kunne ikke gennemføres.

Der kan gives en *særstilling for gæld til det offentlige*, men dette er ikke aktuelt for tiden, jf. også straks nedenfor.

Dommen om Midtfyns Musikfestival, *U 1997.1642 H* viser, at Højesteret tillægger sondringen mellem tvangskreditorer og frivillige kreditorer betydning.[14] Dommen foretager identifikation mellem to selskaber i forhold til Told & Skat som kreditor, jf. følgende bemærkning: "Højesteret tiltræder herefter, at Restaurationsselskabet hæfter for festivalselskabets gæld i hvert fald over for Told- og Skattestyrelsen, der var tvangskreditor".

Gennemgangen af selskabslovenes kapitalregler viser, at lovgiver forholder sig usikkert og tøvende, når der skal tages stilling til, hvilke krav der skal stilles til indskudskapital og konsolidering. Bør selskabslovene blande sig i den økonomiske diskussion om selskabers rette kapitalstruktur? Bør der være minimumsgrænser for selskabets egenfinansiering? Bør der være legale grænser for et selskabs optimisme?

---

[13] Jf. herved nærmere Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret p. 668.

[14] Jf. herved også *Paul Krüger Andersen og Ruth Nielsen* i U 1998 B p. 476 f, 481 f samt *Paul Krüger Andersen*, Studier i dansk koncernret, p. 476 f.

Det bærende synspunkt bag udformningen af kapitalreglerne bør være, at *reglerne udformes således, at investeringer, vækst og økonomisk effektivitet fremmes.* Levedygtige virksomheder skal leve.

Det er ingen kunst at stille sådanne kapitalkrav, at ingen kreditor lider tab. Dette er imidlertid ikke opgaven. Aktie- og anpartsselskabsformens erhvervsmæssige og samfundsmæssige fordel er tværtimod, at den på en fleksibel måde muliggør investeringer med indbygget risiko. Såvel selskabsdeltagerne som fremmedkapitalen kan gennem selskabet deltage i og fordele gevinst og risiko. Hvis alle parter har noget på spil, taler sandsynligheden for, at kun fornuftige investeringer vil blive foretaget. Teorier baseret på synspunktet *opportunistic behaviour* peger omvendt på, at hvis de der kontrollerer selskabet står i, eller kan bringe sig i en situation, hvor *de* kan hjemtage en eventuelt gevinst, og lade *andre* tage et eventuelt tab, kan dette føre til samfundsmæssige uønskede investeringer og påføre de andre ubegrundede tab. Accepteres denne tankegang, må der findes mekanismer, der bringer balance i tingene.

Efter min vurdering har vi allerede i dansk selskabsret en velegnet model, som kan fungere som balancepunkt:

Den foregående beskrivelse af selskabslovenes kapitalregler viser, at der kan stilles store krav til den omhu, hvormed ledelse og aktionærer følger selskabets økonomiske udvikling. Både aktionærer og ledelse har efter dansk retsopfattelse et ansvar for også at varetage kreditorinteresser. Jo svagere selskabets økonomi er, jo mere må man være opmærksom på kreditorernes stilling. Omdrejningspunktet er det *tidspunkt, hvor det må stå klart, at en fortsættelse af aktiviten og kreditoptagelse vil medføre tab for kreditorerne.* Efter dette tidspunkt vil kun kreditorerne lide tab. Hvis ikke der sættes en juridisk stopklods, vil der være en fristelse til at lade selskabet køre videre, blot der er en teoretisk chance for overlevelse eller gevinst. Altså opportunistic behaviour.

Uden at problemstillingen traditionelt har været formuleret på denne måde, har det længe været en af de mest faste regler, at det medfører *erstatningsansvar for selskabets ledelse* (herunder den faktiske ledelse = de kontrollerende aktionærer) at fortsætte et selskabs aktiviteter, såfremt det må stå klart, at fortsættelsen vil medføre tab for kreditorerne. Ved denne vurdering indgår klart en bedømmelse af selskabets overlevelsesmuligheder baseret på selskabets kapitalforsyning og fremtidige indtjeningsmuligheder. Højesteret har senest bekræftet den anførte grundsætning om ansvar og eksemplificeret, hvorledes vurderingen foretages, i *U 1998.1137 H.* I denne sag ansås ledelsen af en professionel fodboldklub, OKS timist A/S, for at have handlet uforsvarligt ved at fortsætte selskabets drift trods en negativ egenkapital og på grundlag af et urealistisk budget.

Fordelene ved at holde fast ved den anførte ansvarsregel som nødvendig stopklods er flere. Heriblandt er det vigtigt at fremhæve, *at* reglen er velkendt og veletableret, og *at* den er velfunderet i den juridiske tradition. Som en særlig fordel i vore internationaliserede tider kan peges på, at reglen også anerkendes i andre

lande. Den anerkendes således i de øvrige nordiske lande og fremgår af de engelske regler om *Wrongful Trading*.[15]

[15] Se Insolvency Act. sec. 214, jf. hertil *Paul Davies*, Die AktienGesellschaft 8/98 p. 346 ff, 349 f samt *Gower*, 6. udg. p. 151 f..

Kapitalkrav och kapitalskydd i internationellt perspektiv - onödigt borgenärsskydd?

Reflexioner kring regelsystemet i EG och några medlemsländer jämfört med rättsutvecklingen i USA

af

docent, jur.dr. Jan Andersson, Stockholm Universitet

1. Inledning

För ett sisådär tiotal år sedan var jag en relativt ung forskarstuderande, vilken precis hade påbörjat mitt avhandlingsarbete om vinstutdelning från aktiebolag. Ett av de mera grundläggande spörsmål som jag redan i inledningen av mitt avhandlingsarbete fann vara av fundamental betydelse var det s.k. borgenärsskydd som åsyftas i de aktiebolagsrättsliga reglerna. Som de flesta vet bygger en stor del av det aktiebolagsrättsliga regelverket i Sverige, Norden och Europa på idén att bolagets borgenärer måste skyddas. En del av detta skydd kommer till uttryck i reglerna om kapitalkrav, närmare bestämt att aktiekapitalet måste uppgå till ett visst belopp, vilket måste vara inbetalt i form av pengar eller tillfört bolaget i form av apportegendom före det att bolaget kan registreras och erhålla rättskapacitet. En annan del av samma skydd gestaltar sig i form av begränsningar i fråga om aktieägarnas rätt att disponera över bolagsförmögenheten genom t.ex. vinstutdelning, nedsättning av aktiekapitalet och förvärv av egna aktier. Min fråga då, och vilken jag ännu inte funnit något slutligt svar på, är på vilket vis lyckas de aktiebolagsrättsliga reglerna i realiteten skydda bolagets fordringsägare?

I egenskap av forskarstuderande fick jag tidigt möjlighet att vistas en längre tid som forskarstuderande i England genom ett s.k. Foreign och Commonwealth Office Scholarship, vilket administrerades av The British Council i Stockholm. Min avsikt med vistelsen var att fördjupa mig i vissa delar av främst den engelska bo-

lagsrätten, vilket jag redan tidigare kommit i kontakt med under grundutbildningen som student i England. Åtskilliga av de materiella regler och principer som jag under vistelsen som forskarstuderande lärde mig, och i viss mån hade med mig i bagaget från den tidigare vistelsen, har jag numera glömt. Och de som jag inte har glömt är nog snart obsoleta. Ett principiellt spörsmål, vilket jag däremot inte har glömt och aldrig lär glömma, rör just frågan på vilket vis de aktiebolagsrättsliga reglerna skyddar bolagets borgenärer.

Under min vistelse i England föreslog en av mina handledare på platsen att jag borde träffa en professor i företagsekonomi för att diskutera borgenärsskyddsreglerna i den engelska Companies Act 1985 jämfört med den svenska aktiebolagslagen (1975:1385; ABL i det följande). Mötet blev av och diskussionen mellan mig och dessa två personer kan så här i efterhand, och såvitt jag minns det, beskrivas som tämligen polariserat. På ena sidan fanns min handledare[1] och företagsekonomen[2], som båda ansåg att det lagstadgade kravet på minimikapital liksom kapitalskyddsreglerna inte beredde bolagsborgenärerna något större skydd. Det aktiebolagsrättsliga skyddssystemet var i denna del tämligen menlöst hävdade de, inte minst mot bakgrund av vad rättsutvecklingen och den aktiebolagsrättsliga teoribildningen i USA visat. På andra sidan satt jag (ensam) och hävdade envist att det var visst en meningsfull reglering, bl.a. med argumentet att borgenärsskyddsreglerna i ABL åstadkommer en "buffert" mot insufficiens och insolvens.

Efter mötet gick det ett par veckor. Jag insåg att det för min forskning åtminstone var nödvändigt att jag beaktade rättsutvecklingen i USA och den teoribildning som vuxit fram där. Allt efter som veckorna gick och jag fick större kunskap om rättsläget och rättsutvecklingen i USA började jag inse att jag nog hade fel i sak. På det hela taget förhåller det sig nog på så vis att det lagstadgade kravet på minimikapital liksom kapitalskyddsreglerna inte bereder bolagsborgenärerna något större skydd.

2. Kapitalkrav och kapitalskydd i aktiebolag i ett internationellt perspektiv - problemställning och uppsatsens syfte

Föremålet för förevarande uppsats är frågan på vilket vis de aktiebolagsrättsliga reglerna om kapitalkrav och kapitalskydd, dvs. regler om minimumkapital, förvärv av egna aktier, nedsättning av aktiekapitalet och vinstutdelning m.m., kan motiveras med skyddet för bolagets fordringsägare. Denna fråga avser jag att försöka besvara med utgångspunkt i det aktiebolagsrättsliga regelsystemet i EG och vissa medlemsländer jämfört med rättsutvecklingen i USA, främst sådan denna kommer till uttryck i den s.k. Revised Model Business Corporation Act

---

1 Dåvarande Senior Lecturer *Christopher Ryan*.

2 Professor *Richard Morris*.

(RMBCA i det följande). För att besvara denna övergripande fråga har uppsatsen två huvudsyften, nämligen att:

(1) Applicera de argument som ligger till grund för den annorlunda synen på kapitalkrav i RMBCA på europeiska förhållandena och fastställa vilken eller vilka slutsatser som kan dras av en sådan prövning.

(2) Applicera de argument som ligger till grund för den annorlunda synen på kapitalskyddsregler i RMBCA på europeiska förhållandena och fastställa vilken eller vilka slutsatser som kan dras av en sådan prövning.

Uppsatsen är disponerad på så vis att jag i avsnitt 3 *mycket översiktligt*[3]— "fågelperspektivet" — redogör för de grundläggande regler som gäller beträffande kapitalkrav och kapitalskydd enligt EG:s andra bolagsdirektiv, vissa medlemsländer och i USA jämlikt RMBCA och vissa delstaters bolagslagar. I följande avsnitt 4 redogör jag för tre olika "systemmodeller". Med "systemmodeller" avser jag härvidlag principiellt sett olika lagtekniska konstruktioner för kapitalkrav och kapitalskydd. Resterande del av uppsatsen består av tre avsnitt.

Avsnitt 5 täcker kapitalkravsregler i aktiebolagsrättslig lagstiftning. Avsnittet innehåller en beskrivning av motiven bakom rättsutvecklingen inom EG och i USA i vad gäller bestämmelser om kapitalkrav. Vidare analyserar jag mot bakgrund av de argument som framförts i USA rörande kapitalkravsregler de nu gällande reglerna inom EG och dess medlemsländer.

Avsnitt 6 omfattar kapitalskyddsregler i aktiebolagsrättslig lagstiftning. På samma sätt som i avsnitt 5 inleder jag med en beskrivning av motiven bakom rättsutvecklingen inom EG och i USA i vad gäller bestämmelser om kapitalskydd. Därefter analyserar jag de argument som framförts i USA rörande kapitalskyddsregler och applicerar dessa på reglerna om kapitalskydd inom EG.

Jag avslutar uppsatsen med att i avsnitt 7 diskutera en förutsättningslös prövning av borgenärsskyddsreglerna och vilka krav som från rättsvetenskaplig synpunkt är önskvärda vid en sådan prövning oaktat det är politiska synpunkter som är bestämmande för slutresultatet.

---

3 Den intresserade hänvisas till sammanställningen i bl.a. SOU 1997:22 s 163 ff och SOU 1997:168 s 49 ff samt *Andersson J*, Vinstutdelning från aktiebolag, En studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler, s 72 ff, 270 ff och s 489 ff.

3. Kapitalkrav och kapitalskydd enligt EG:s andra bolagsdirektiv, i vissa medlemsländer och i USA jämlikt RMBCA och vissa delstaters bolagslagar

Det för EG:s lagstiftning karakteristiska rörande kapitalskydd och kapitalkrav i aktiebolag är att bestämmelserna är tvingande, att de inte ens kan åsidosättas med samtliga aktieägares samtycke och att de har till syfte att bereda bolagets fordringsägare något slags skydd. EG:s lagstiftning rörande kapitalkrav och kapitalskydd står att finna i det andra bolagsdirektivet. Direktivet är relativt omfattande men täcker enbart det publika aktiebolaget eller aktiebolaget i de länder som har två separata bolagstyper såsom Danmark och Tyskland.

Om vi ser till det andra bolagsdirektivet så stadgas ett minimumkrav i vad avser aktiekapitalets storlek på 25 000 ECU (drygt 200 000 skr). På medlemslandsnivå uppgår kapitalkraven för de publika bolagen till något högre belopp, närmare bestämt följande: Danmark 500 000 kr; Finland 500 000 mark; Sverige 500 000 kr; Storbritannien 50 000 pund och i Tyskland 100 000 mark. I Norge uppgår kapitalkravet till 1 000 000 kr (EES).

Beträffande privata aktiebolag eller bolagstypen GmbH och dess motsvarighet saknas, som framgått, regler om minsta storlek på aktiekapitalet i EG-rättslig lagstiftning. I de olika länderna uppgår kapitalkraven till följande: Danmark 125 000 kr: Finland 50 000 mark; Sverige 100 000 kr; Storbritannien saknar ett minimumkrav, men £ 100 är vanligt; Tyskland 50 000 mark. I Norge uppgår kapitalkravet till 100 000 kr

Rättsläget i USA är i jämförelse med det inom EG och EES ett helt annat. I RMBCA uppställs numera, och i motsats till före 1969, inget krav på minsta aktiekapital; det är alltså fullt tillräckligt med $ 1. RMBCA har i denna del fått full genomslagskraft på delstatlig nivå, där krav på minimumkapital är synnerligen ovanligt. 1992 var det blott 7 delstater som hade ett lagstadgat minimumkapitalkrav, varav 6 delstater hade det före 1969 gällande kravet på $ 1 000 och en delstat $ 500.[4] Enligt en icke bekräftad uppgift är antalet idag ännu färre.

Kapitalskyddsreglerna i det andra bolagsdirektivet är relativt omfattande och omfattar nedsättning av aktiekapitalet, förvärv av egna aktier och vinstutdelning. Gemensamt för reglerna är det åsyftade borgenärsskyddet och principen om skyddet för det bundna egna kapitalet. Motsatsvis får fritt eget kapital disponeras fritt. Ytterligare begränsningar gäller bl.a. beträffande antalet egna aktier som får förvärvas, nedsättning något förenklat förutsätter rättens tillstånd om inte bolaget förfogar över fritt eget kapital och att interim utdelning inte är tillåtet.

På medlemslandsnivå har kapitalskyddsreglerna i det andra bolagsdirektivet förstärkts i olika hänseenden även om lättnader rörande särskilt förvärv av egna

---

4 Se RMBCA-annotated med supplement 1993, V 1, § 2.03 under "Statutory Comparison" p. 4 (s 128 f).

aktier på senare år aktualiserats, dock inte under den miniminivå som det andra bolagsdirektivet föreskriver.

För de privata aktiebolagen och GmbH-bolagstypen gäller i allt väsentligt motsvarande regler som för de publika aktiebolagen även om lagstiftningen generellt sett är något mera liberal. Principen om skyddet för det bundna egna kapitalet är en gemensam, och i det närmaste helig, princip. Följaktligen begränsas möjligheterna att företa vinstutdelning, nedsättning av aktiekapitalet och förvärv av egna aktier av denna.

Rättsläget i USA är också i fråga om kapitalskyddet ett helt annat än det i EG och dess medlemsländer. Principen om skyddet för det bundna egna kapitalet överlevde något längre än minimumkapitalkonstruktionen och rekommenderades så sent som 1969 i modellakten. Alltsedan 1980-talet är emellertid även denna övergiven och numera rekommenderas i RMBCA blott en sufficiens- och solvenstest oavsett om fråga är om nedsättning av aktiekapitalet, förvärv av egna aktier eller nedsättning av aktiekapitalet. På delstatlig nivå har sufficiens- och solvenstesten inte fått lika stor genomslagskraft som upphävandet av kravet på visst minimumkapital. Ändock är det ett inte obetydligt antal delstater som helt eller delvis har infört en sådan test.[5] Dessa torde efterhand också bli allt fler.

4. Kapitalkonstruktion och kapitalskydd - tre systemmodeller

Rättsutvecklingen i EG och dess medlemsländer kan ställas i ett motsatsförhållande till det i USA sådant det framträder i RMBCA och i de enskilda delstaternas bolagslagstiftning. Av motsatsförhållandet kan man dra slutsatsen att det finns två olika typer av system, vilka båda syftar till att skydda bolagsborgenärerna. Det ena baserar sig på den klassiska kapitalkonstruktionen, och grundar sig på minimumkapitalkonceptet och principen om skyddet för det bundna egna kapitalet. Den andra är sufficiens- och solvensmodellen. Yttersta gränsen för aktieägarnas dispositionsrätt över bolagets förmögenhet är att förfogandena inte får leda till insufficiens eller insolvens. En sufficiens- och solvenstest ligger mycket nära konkursrättsliga principer (allt beroende på konkurslagstiftningens närmare utformning härvidlag) och kan enligt min mening betraktas som en sammansmältning av de båda rättsområdena.

Nyssnämnda slutsats att det blott skulle finnas två alternativa systemtyper är emellertid felaktigt av två skäl. För det första gäller att lagstiftningen i visst land eller delstat sällan kan inordnas i endera typen utan närmare modifikationer eller kompletteringar. Valet står sålunda mellan endera och ett oändligt antal kompromissliknande lösningar.

---

5 Se RMBCA-annotated med supplement 1993, V 1, § 6.40 under "Statutory Comparison" p. 1 (s 489 ff).

Ett illustrativt exempel på detta utgör vinstutdelningsreglerna i AktG och GmbHG vad avser borgenärsskyddet. Båda regelsystemen vilar på skyddet för det bundna egna kapitalet. I GmbHG är kapitalkonstruktionen renodlad utan ytterligare komplikationer. Däremot gäller enligt AktG härutöver en sträng reglering med bl.a. ett absolut utbetalningsförbud såvitt inte utbetalningar skett helt i enlighet med lagens regler och en bruttometod vid utbetalningar innebärande att sakvärdens marknadsvärde är styrande vid lovlighetsprövningen. Kapitalskyddskonstruktionen innefattar därför i och för sig vitt skilda lösningar med i motsvarande mån olikartad konsekvens för det åsyftade borgenärsskyddet.

För det andra ger rättsutvecklingen i Norden anledning att ifrågasätta om det inte till och med finns en tredje systemtyp.

Gemensamt för de nordiska bestämmelser som reglerar vinstutdelning är den s.k. försiktighetsregeln. Denna kan — trots sin något olika utformning i de nordiska länderna — sägas innebär att vinstutdelning oavsett om ett bolag disponerar över fritt eget kapital inte får ske med större belopp än vad som är försvarligt med hänsyn till bolagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt. Med försvarligt avses i det närmaste ett aktsamt handlingssätt i förhållande till bolagets borgenärer. För Sveriges del föreslås försiktighetsregeln i SOU 1997:22 även bli tillämplig vid nedsättning av aktiekapitalet och vid förvärv av egna aktier. Detta gör försiktighetsregeln till en mera generell princip.

Såsom argument för en "ny" systemtyp är emellertid försiktighetsregeln otillräcklig. Möjligen kan den ses som ett "frö" till nytänkande på området.

I och med den nya norska lagstiftningen om allmennaksjeselskaper respektive aksjeselskaper har saken kommit i ett annat läge. I båda lagarna finns en regel om krav om forsvarlig egenkapital, som lyder på följer vis (§ 3-4):

"Selskapet skal til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikon ved och omfanget av virksomheten i selskapet."

Enligt min uppfattning kan denna regel ses som något av en stilbildare för en ny systemtyp, närmare bestämt en tredje variant som bygger på en generalklausul innefattande krav på ett försvarligt eget kapital under den tid ett aktiebolag är en "going concern". Generalklausulens syfte skulle vara att — och i motsats till det skydd för bolagets borgenärer som med kapitalkonstruktionen och kapitalskyddslösningen grundar sig på nominella belopp i balansräkningen — skapa ett skydd för bolagets borgenärer i en förmögenhetsmassa kopplad till bolagets reella storlek och förekommande risker.

Vad man än tycker om den klassiska kapitalkonstruktionen respektive en sufficiens- och solvenstest så kan det i varje fall konstateras, att den norska regeln innebär något definitivt nytt. Och även om man ogillar generalklausuler av denna typ så är det ofrånkomligt att vi ännu inte vet om, och i så fall i vilken utsträckning, klausulen kan tänkas komma att göra god nytta, åtminstone om betraktaren inte har en förutfattad mening. Det förhåller sig ju faktiskt på så vis att den som inte prövar något nytt knappast kan förväntas föra rättsutvecklingen framåt (såvida man inte kan dra lärdom av någon annan).

Gentemot den i Norge införda generalklausulen kan även den invändningen riktas att regeln kan medföra att förutsebarheten i rättstillämpningen minskar och att regeln därför i större eller mindre omfattning skulle vara omsättningshindrande. Denna risk måste enligt min mening dock anses som ringa. Det är ju knappast troligt att klausulen kommer att tillämpas av domstolarna på ett vis som innebär att företagsamheten i Norge hindras eller försvåras.

För egen del är jag därför av uppfattningen att Norge med ifrågavarande generalklausul visat prov på berömvärt nytänkande. Jag kan blott uttala min förhoppning om att den också kommer att leda till en annan syn på underkapitaliserade bolag och olika typer av missbruk. Skulle det, å andra sidan, visa sig att klausulen inte tillmäts någon betydelse — alternativt att den är svårtillämpad — i det praktiska ekonomiska livet och/eller i rättstillämpningen är det bara upphäva densamma; jag förutsätter då att det inte framstår som möjligt att förbättra klausulen.

I förevarande uppsats ämnar jag inte närmare gå in i en diskussion om vilken betydelse den norska regeln i realiteten kommer att få. För min del räcker det med att konstatera att klausulen illustrerar en tredje systemtyp.

Läsaren bör observera att den norska generalklausulen är kombinerad med en klassisk kapitalkonstruktion och därför inte är fullt ut representativ för den tredje systemtypen. Till det sagda kommer att det kan diskuteras om klausulen har sådana vittgående syften som följer av den tredje systemtypen.

Sammanfattningsvis gäller att det i principiellt hänseende finns tre huvudtyper av system varigenom en lagstiftaren kan försöka åstadkomma ett skydd för aktiebolags borgenärer lagstiftningsvägen. Dessa är från det mest "liberala systemet" till det "mest borgenärsskyddande" följande:[6]

(1) sufficiens- och solvenssystemet,

(2) kapitalsystemet med minimumkapitalkonceptet och principen om skyddet för det bundna egna kapitalet, och

(3) systemet med ett krav på försvarligt eget kapital (i en generalklausul).

I verkligheten känns dessa olika systemtyper kanske inte lika enkelt igen beroende på att lagstiftaren ofta väljer att kombinera olika lösningar. Exempel på detta är Danmark, Norge och Sverige med kapitalkonstruktionen och den därtill hörande försiktighetsregeln i mer eller mindre utvecklad form samt — vad Norge beträffar — generalklausulen om försvarligt eget kapital. Om även konkursrättsliga regler beaktas, vilket på departementsnivå borde ske i långt större utsträckning än vad som hittills har varit fallet med hänsyn till det gemensamma borgenärsskyddssyf-

---

[6] Jfr. härom ock Werkander A., Borgenärsskyddet i aktiebolag, examensarbete om 20 poäng HT 1997, Juridiske institutionen, Uppsala Universitet.

tet,[7] blir antalet kombinationer ännu fler. Antalet tänkbara lösningar är sålunda oändligt.

5. Kapitalkonstruktionen

5.1. Utvecklingen i EG och dess medlemsstater — motiven

I "preamblen" till det andra bolagsdirektivet beskrivs syftet som att det för att (aktieägarna och) borgenärerna skall kunna garanteras ett minimum av likvärdigt skydd inom gemenskapen är särskilt viktigt att samordna nationella bestämmelser om att bilda aktiebolag samt om att bevara, öka och sätta ned dess kapital. Denna programförklaringen kan läsas tillsammans med vad som anförs i det följande, nämligen "gemenskapsregler om att bevara det kapital som utgör borgenärernas säkerhet". Syftet med bestämmelserna om minimumkapital i det andra bolagsdirektivet är tydligen från EG:s sida sett att det är nödvändigt för att skydda borgenärer i aktiebolag. Varför så är fallet framgår inte. Inte heller om vissa borgenärer är mer skyddsvärda än andra.

För publika aktiebolag eller motsvarande i medlemsländerna har minimumkapitalkravet i direktivet följts och till och med höjts. För privata aktiebolag eller motsvarande gäller i flertalet medlemsländer samma krav, låt vara med lägre belopp. I båda fallen kan det antas att borgenärsskyddssyftet är tanken med minimumkapitalkravet.

Vid sidan om borgenärsskyddssyftet kan andra argument användas för att motivera ett krav på minimumkapitalkrav. Ett sådant skäl kan tänkas vara allmänhetens företroende för publika aktiebolag (motsvarande), vars aktier i regel skall kunna omsättas på marknadsplats. Detta argument har dock inte med borgenärsskyddet i och för sig att göra, och får snarare till följd att storleken på minimumkapitalkravet måste diskuteras utifrån andra synpunkter — låt oss kalla dem "börsrättsliga" — med ett annat resultat. Jag bortser från dessa i det följande då de faller utanför syftet med uppsatsen.

I vad avser de privata aktiebolagen eller motsvarande är borgenärsskyddssyftet på samma sätt relevant som för de publika aktiebolagen. Härutöver tillkommer emellertid två argument (som dock analogivis kan åberopas till stöd för minimumkapitalkrav för den publika bolagstypen).

Det första argumentet är "startbiljetten". För att komma ifråga som aktieägare utan personligt ansvar för aktiebolags skulder krävs att man satsar något själv, och detta är minimumkapitalkravet. För egen del har jag dock svårt att se att detta argument är frikopplat från borgenärsskyddssyftet. Inte kan väl lagstiftaren upprätthålla ett villkor enbart för sin egen skull? Det måste finnas en djupare tanke bakom kravet.

---

7 En annan sak är att borgenärsskyddssyftet sannolikt gestaltar sig olika beroende på vilken ekonomiska situationen ett företag befinner sig i.

Det andra argumentet är att minimumkapitalkravet motverkar ekonomisk brottslighet. Även i detta fall är man dock tillbaka på borgenärsskyddssyftet och att lagstiftaren inte rätt gärna kan vilja upprätthålla ett villkor blott för sin egen skull. Mig veterligen har ingen lyckats visa att kapitalkrav hindrar ekonomisk brottslighet, såvida man inte samtidigt vill avveckla näringsverksamhet i småskalig form.

En tredje variant av de två nyssnämnda är att kapitalkravet skulle ha ett slags förebyggande syfte. Det förebyggande syftet måste dock fortfarande anses kopplat till borgenärsskyddet, eftersom kapitalkravet inte rimligen kan förebygga något annat än insufficiens och insolvens.

Sammantaget kan den europeiska rättsutvecklingen beskrivas på två olika sätt. Den ena förklaringsmodellen utgår från att den europeiska lagstiftaren liksom lagstiftarna i de enskilda medlemsländerna noga övervägt kapitalkonstruktionen och funnit denna vara välgrundad. Den andra förklaringsmodell är inte lika förskönande för den europeiska rättsutvecklingen och innebär att dagens system beror på slentrian i lagstiftningsarbetet och oförmåga att pröva något nytt, dock med den reservationen att de nordiska länderna, särskilt Norge, härvidlag står sig något bättre vid en jämförelse. Vilken av dessa förklaringsmodeller som är korrekt får läsaren själv avgöra.

5.2. Utvecklingen i USA — motiven

På så sätt som angavs i det föregående rekommenderas numera i USA inget krav på minimumkapital i RMBCA och i delstatlig lagstiftning är det tämligen ovanligt med ett sådant krav. Motiven till ändringen var flera. Ett argument var att varje krav på minimumkapital är godtyckligt satt. Ett liknande att krav på minimumkapital inte har något att göra med de krav på ett aktiebolags kapital som ekonomiskt är motiverat med hänsyn till storleken på, och riskerna förenade med, bolagets rörelse. I regel torde med denna senare utgångspunkt det lagstadgade minimumkapitalkravet vara otillräckligt. Resultatet av dessa två argumentet blir ett tredje argument, som är att varje krav på minimumkapital som utgörande "borgenärernas säkerhet" är missvisande eller kanske till och med vilseledande för borgenärskollektivet.

Andra argument var att bolagets borgenärer snarare förlitade sig på kreditupplysningar och/eller säkerställande än minimumkapitalkrav vid utlåning. I samma riktning talar den omständigheten att kreditgivare regelmässigt av låntagare kräver årsredovisning och annan ekonomisk information. Ytterligare ett argument var inflationens betydelse såtillvida att det ekonomiska värdet av minimumkapitalkravet ständigt urholkas. Detsamma gäller valutafluktuationer (det motsatta resultatet är dock tänkbart).

5.3. Utvärdering

Den fråga som kan och bör ställas är om de argument som framfört i USA är relevanta för den europeiska rättsutvecklingen? För egen del tror jag att svaret är ja-

kande. Den kritiska frågan är snarare vad en prövning av dessa argument i och för sig ger för resultat och om resultatet väger tyngre än motskälen.

Vare sig man diskuterar minimumkapitalkrav för privata aktiebolag (motsvarande) eller publika aktiebolag (motsvarande) så torde det stå klart att nivåerna i den EG- rättsliga lagstiftningen liksom i de enskilda medlemsländerna är godtyckligt satt. Inte heller kan det rimligen hävdas att lagstadgade krav på minimumkapital har något att göra med de krav på ett aktiebolags kapital som ekonomiskt är motiverat med hänsyn till storleken på, och riskerna förenade med, bolagets rörelse. Exempelvis är 500 000 skr för ett publikt bolag och 100 000 skr för ett privat aktiebolag föga meningsfullt såsom innebärande en säkerhet för borgenärerna så snart omsättningen och riskerna är av någon betydelse.[8] Följaktligen kan det på samma sätt som tidigare i USA hävdas att de europeiska minimumkapitalkraven är missvisande och till och med vilseledande för bolagens fordringsägare. Bolagens fordringsägare invaggas i en falsk föreställning i den mån att de tror att lagstiftningen i realiteten skyddar dem. Likaså torde fordringsägare inom EG förlita sig mera på kreditupplysningar, årsredovisningar samt annan ekonomisk information och/eller lämnade säkerheter än minimumkapital.

Historiskt sett torde inflationsargumentet kunna åberopas även mot minimumkapitalkraven i t.ex. Danmark, Norge och Sverige. Med hänsyn till 1990-talets sjunkande inflationstakt, och den bland centralbankerna i allt fall numera härskande synen på inflationen som ett enbart negativt fenomen, kommer dock argumentet inte att väga lika tungt i framtiden. Inte heller kommer valutafluktuationer kunna tillmätas samma betydelse som förr med hänsyn till Euron.

Resultatet av ovanstående prövning av argumenten mot minimumkapitalkonstruktionen inom EG och dess medlemsländer är att konstruktionen inte håller måttet. Hur pass tungt väger då motskälen?

Ett motskäl som otvivelaktigt har en viss tyngd är att minimumkapitalkrav i allt fall bereder bolagets fordringsägare något skydd trots att detta skydd blott utgör en marginell förbättring jämfört med situationen när sådant krav saknas. Häremot kan det dock invändas, att en marginell förbättring inte bör behållas om denna samtidigt medför "byråkratisering" av bolagens handlingssätt och är kostnadsineffektiv. Personligen håller jag för sannolikt att den marginella fördelen inte uppväger nackdelarna.

Ett annat sett att se på saken är att hävda att minimumkapitalkonstruktionen är en standardiserad lösning som på grund av sin standardutformning är kostnadseffektiv; transaktionskostnaden skulle stiga om varje borgenärer skulle förhandla om vilka villkor som skall gälla för utlåning i det enskilda fallet. Argumentet brister emellertid såtillvida att sådana kostnader torde borgenärerna, i åtminstone någon omfattning, ha i vilket fall som helst. Och vad säger att borgenärerna är sämre skickade att utarbeta standardlösningar än lagstiftaren?

---

8 Jfr. t.ex. *Andersson J*, Om vinstutdelning från aktiebolag, En studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler, 1995, s 137 f med vidare hänvisningar.

Varken "startargumentet" eller "argumentet om prevention mot ekonomisk brottslighet" innebär enligt min mening något annat än det åsyftade borgenärsskyddet; se ovan avsnitt 5.1. För den som tror att dessa argument syftar på något annat och mera kan följande synpunkter möjligen vara värde.

"Startargumentet" kan förstås som att de medborgare som önskar kunna använda aktiebolaget som näringsform utan personligt betalningsansvar för dess skulder skall inse det allvarliga och förmånliga med ett sådant system. Detta privilegium bör enbart ifrågakomma om vederbörande är beredd att offra något, vilket bör vara en ekonomisk uppoffring i form av minimumkapital.

En dylik argumentation är enligt min mening helt ohållbar. Det är inte fråga om något privilegium. Tvärtom är aktiebolagskonstruktionen ett naturligt inslag i ett modernt samhälle och en förutsättning för bl.a. ökad välfärd för flertalet. Således borde lagstiftaren plocka bort "privilegiesynsättet" för att i görligaste mån främja förutsättningarna för näringsverksamhet. Inte tvärtom.

Argumentet om "prevention mot ekonomisk brottslighet" är inte heller ett särskilt gångbart sådant. Åtminstone för Sveriges del, och detsamma torde gälla i andra länder, synes minimumkapitalkravet inte vara något större hinder för de som vill ägna sig åt dylik verksamhet, exempelvis tycks det de facto vara möjligt att förvärva ett nyregistrerat svenskt aktiebolag för omkring 5 000 kr. De som i realiteten spärras av minimumkapitalkravet är en liten minoritet av befolkningen, och för denna minoritet skulle borttagandet av kravet sannolikt öka deras chanser till ett bättre liv i långt större omfattning än vad det skulle öka den ekonomiska brottsligheten.

Sammanfattningsvis är skälen för borttagandet av minimumkapitalkravet både flera och tunga. Motskälen är färre och väger per se inte speciellt tungt. Slutsatsen måste därför bli att den nuvarande regleringen inom EG har överlevt sig själv. Vilken väg som skall väljas är därmed emellertid inte avgjord.

6. Kapitalskyddet

6.1. Utvecklingen i EG och dess medlemsstater — motiven

Syftet med bestämmelserna i det andra bolagsdirektivet om förvärv av egna aktier, nedsättning av aktiekapitalet och vinstutdelning m.m. är, som redan framhållits, att borgenärerna skall garanteras ett minimum av likvärdigt skydd. För att uppnå detta syfte skall nationella bestämmelser om att bilda aktiebolag samt om att bevara, öka och sätta ned dess kapital samordnas. Enligt "preamblen" skall sådana gemenskapsregler om att bevara det kapital som utgör borgenärernas säkerhet antas, som särskilt förbjuder en minskning av kapitalet genom utdelning till aktieägarna och begränsar bolagens möjligheter att förvärva egna aktier.

Borgenärsskyddssyftet är sålunda det motiv som ligger till grund för regleringen i det andra bolagsdirektivet. Detsamma gäller naturligtvis mot direktivet korresponderande, och regelmässigt strängare, bestämmelser i de enskilda med-

lemsländerna för publika aktiebolag (motsvarande) och på samma sätt beträffande regleringen av privata aktiebolag (motsvarande).

6.2. Utvecklingen i USA — motiven

Sådana argument som i det föregående åberopats mot ett lagstadgat krav på minimumkapital är i större eller mindre omfattning även relevanta beträffande kapitalskyddsreglerna. Exempelvis är kapitalskyddsreglerna — om och i den utsträckning bolagsborgenärer förmås tro att de skyddas av sådana bestämmelser — missvisande eller till och med vilseledande. Sakligt sett torde fordringsägare inom EG också förlita sig mera på kreditupplysningar, årsredovisningar samt annan ekonomisk information och/eller lämnade säkerheter än kapitalskyddsregler.

Andra argument kan emellertid också åberopas mot kapitalskyddskonstruktionen. Ett sådant, och vilket påminner om argumentet om reglerna som felaktigt godtrosskapande för bolagsborgenärer (jfr. föregående stycke), är att kapitalskyddskonstruktionen inte bereder fordringsägare i aktiebolag något realistiskt och reellt skydd.

Ett annat utgår från den rättsutveckling som under många stod i fokus i USA rörande bestämmelser om nedsättning av aktiekapitalet, förvärv av egna aktier och vinstutdelning m.m. Dessa bestämmelser blev för varje lagändring mer och mer komplicerade. Vid en viss tidpunkt nåddes en lagteknisk nivå som var onödigt komplicerad och samtidigt inte förhindrade olika typer av kringgåenden och manipulationer.

De nyligen föreslagna ändringarna i SOU 1997:22, särskilt den föreslagna regleringen av förvärv av egna aktier (vilken i och för sig det finns goda skäl för), gör att rättsutvecklingen i Sverige kanhända alltmer börjar närma sig den som tidigare rådde i USA.

6.3. Utvärdering

En utvärdering av kapitalskyddsreglerna torde ge vid handen att dessa brister såtillvida att borgenärsskyddssyftet inte uppfylls.[9] Fordringsägarna kommer inte i åtnjutande av något realistiskt och reellt skydd, i allt fall inte annat än marginellt bättre än det som följer av sufficiens- och solvenssystemet. Kapitalskyddsreglernas borgenärsskyddssyfte uppfylls sålunda inte bättre än minimumkapitalkonstruktionens borgenärsskyddssyfte.

En invändning mot jämförelsen med minimumkapitalkonstruktionen är emellertid att när ett bolag är en going concern uppgår aktiekapitalet och andra bundna poster ofta till större belopp än vad lagstiftaren som minimumkapital kräver. Dessa högre belopp skyddas genom principen om att det bundna egna kapitalet skall vara intakt. Därmed skulle borgenärsskyddssyftet i vart fall tillgodoses genom kapitalskyddssystemet.

---

9 Se härom t.ex. *Andersson J*, Om vinstutdelning från aktiebolag, En studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler, 1995, s 137 ff och *Sacklén M*, SvJT 1994 s 152 ff; båda med vidare hänvisningar.

En dylik invändningen brister dock i det att den inte skiljer mellan orden *kan*, *bör* och *skall*. Ett *publikt* aktiebolag (motsvarande) eller *privat* aktiebolag (motsvarande) *kan* mycket väl ha ett högre aktiekapital (jämte andra poster) än minimumkapitalkravet, och det kanske i regel förhåller sig på så vis att ett aktiebolag *bör* ha ett högre aktiekapital (jämte andra poster), men det finns inget i den bolagsrättsliga lagstiftningen som kräver att ett publikt aktiebolag (motsvarande) eller privat aktiebolag (motsvarande) *skall* ha ett högre aktiekapital (jämte andra poster) än det lagstadgade minimumkapitalkravet. Skulle ett *publikt* aktiebolag (motsvarande) eller *privat* aktiebolag (motsvarande) väl ha ett aktiekapital som överstiger det lagstadgade minimumkapitalkravet är det också möjligt att nedsätta detta till minimumkapitalkravet, åtminstone vid förluster (oavsett storleken på omsättningen och de risker som är förenade med verksamheten).[10] I praktiken synes det också vara vanligt att företag nöjer sig med ett aktiekapital identiskt med minimumkapitalkravet, i Sverige är det ett överväldigande antal av de privata aktiebolagen som har ett aktiekapitalet som motsvarar det lagstadgade minimumkapitalkravet

I avsnitt 5.3 ovan hävdade jag att den marginella fördel som följer av minimumkapitalkravet inte uppväger nackdelarna. På samma sätt förhåller det sig enligt min mening med kapitalskyddsreglerna. Häremot skulle det dock kunna invändas, att den alternativa lösningen i form av sufficiens- och solvenstest för med sig en annan nackdel i det att utrymmet för ansvarsgenombrott måste öka.[11] Empiriskt underlag för en sådana slutsats skulle vara att ansvarsgenombrottsinstitutet är mera frekvent åberopat och tillämpat i USA jämfört med vad som är fallet inom EG:s sfär.

Enligt min mening är detta knappast en hållbar innvänding. Den omständigheten att ansvarsgenombrottsinstitutet är mera vanligt förekommande i USA beror på andra omständigheter. En sådan omständighet är att industrialismen under en stor del av 1900-talet har varit under konstant och gynnsam utveckling i USA. Europa har däremot härjats av flera krig och verkningarna av dessa med de effekter detta fått för industrialismen. En annan att varje europeiskt land med sin individuella rättsordning i vad gäller ansvarsgenombrottsinstitutet börjat från ett "nolläge" utan tidigare prejudikat på området. Så har inte varit fallet i USA, där ansvarsgenombrottsinstitutet kunna ses som en gemensam rättsprincip i en gemensam rättsordning innebärande att ett prejudikat i en delstat kunnat ses som vägledande för andra fall i andra delstater.

Antag att det från rättskällesynpunkt hade varit "tillåtet" för en svensk domstol att fritt använda sig av t.ex. engelska prejudikat om ansvarsgenombrott. Med en sådan utgångspunkt hade ansvarsgenombrottsinstitutet kunnat utvecklas långt snabbare på en europeisk nivå. Hypotetiskt kan man ifrågasätta om inte ansvarsgenombrottsinstitutet i Europa i så fall hade haft ungefär samma ställning som i USA.

---

10 Jfr. särskilt art 33 i det andra bolagsdirektivet.

11 Jfr. *Nerep E*, Aktiebolagsrättsliga studier — särskilt kapitalskyddet, 1994, s 423.

Resultatet av prövningen av argumenten mot kapitalskyddskonstruktionen är att denna lika lite som minimumkapitalkonstruktionen håller måttet. Några starka motskäl finns inte annat än tesen om marginalfördel (jfr. ovan). Däremot finns det andra argument som ytterligare försvagar kapitalskyddsreglernas värde och ställning.

Ett argument som åberopats mot kapitalskyddskonstruktionen i USA är att denna inte förhindrade olika typer av kringgåenden och manipulationer. Hur är då läget i Europa?

Ja, till en början tror jag att varje typ av system som baserar på någon form av minimumregler, och oavsett om de är av "svagare" eller "starkare" slag, leder till olika typer av kringgåenden och manipulationer. Det är så att säga en konsekvens av den "mänskliga naturen" (jfr. skattesystemets utformning). Den kritiska frågan är nog snarare hur mycket kringgåenden och manipulationer man är beredd att acceptera utan att systemet anses ha överlevt sig självt.

En svaghet med det rådande kapitalskyddssystemet är otvivelaktigt att det uppmuntrar till olika typer av redovisningsmässiga åtgärder som sakligt sett är felaktiga. Detta är emellertid ett generellt problem och enligt min mening inte unikt för kapitalskyddskonstruktionen.

Ett mig veterligen[12] för kapitalkonstruktionen unikt problem är emellertid om man skall tillämpa den s.k. brutto- eller nettometoden. Problemet kan formuleras som huruvida ett bolag när det (helt och hållet) vederlagsfritt avhänder sig egendom till aktieägare från fritt eget kapital skall avräkna marknadsvärdet (bruttometoden) eller det bokförda värdet (nettometoden). Samma problemställning aktualiseras om försäljning av bolaget tillhörig egendom sker till bokfört värde samtidigt som bolaget har ett intakt bundet eget kapital efter transaktionen — är detta lagligt?

Enligt EG-kommissionen är det förenligt med art 15 i det andra bolagsdirektivet att tillämpa den s.k. nettometoden likväl som den s.k. bruttometoden.[13] I medlemsländerna tillämpas båda metoderna.

Vid ett första påseende kan det tyckas att denna fråga inte är av särskilt stor principiell betydelse. I verkligheten är det precis tvärtom. Med minimumkapitalkravet och kapitalskyddskonstruktionen i det andra bolagsdirektivet söker lagstiftaren åstadkomma ett borgenärsskydd. Samtidigt förhåller det sig på så vis att det i större eller mindre utsträckning är möjligt att undervärdera egendom med tillämpning av det fjärde bolagsdirektivet om årsbokslut och häremot korresponderande nationell lagstiftning. Härav följer, vilket torde vara uppenbart för alla, att hur stora belopp som helst — t.ex. bokfört värde 1 kr och marknadsvärde 1 miljard — med en tillämpning av nettometoden kan försvinna ur ett bolag så länge försäljning av egendomen sker till bokfört värde eller utdelning/nedsättning sker till bokfört värde och bolaget disponerar över häremot korresponderande fritt eget

---

12 Problemställning kan dock tänkas uppkomma också enligt t.ex. sufficiens- och solvenssystemet.

13 Se SOU 1997:168 s. 80 och jfr. s. 50.

kapital. Resultatet blir att minimumkapitalkravet och kapitalskyddskonstruktionen i jämförelse ter sig som en utomordentligt betydelselös struntsak.

Sammanfattningsvis är min slutsats den att skälen mot kapitalskyddskonstruktionen väger tungt. Det enda egentliga skälet för kapitalskyddskonstruktionen är att detta system innebär en marginalfördel för bolagets borgenärer; ett enligt min mening tämligen tvivelaktigt skäl. Slutsatsen blir därför att den nuvarande kapitalskyddsregleringen inom EG — på samma sätt som minimumkapitalkravet — har överlevt sig självt.

7. Avslutning

Föremålet för förevarande uppsats har varit den övergripande frågan på vilket vis de aktiebolagsrättsliga reglerna om kapitalkrav och kapitalskydd kan motiveras med skyddet för bolagets fordringsägare. Svaret på denna fråga har jag i det föregående funnit vara nekande. Den fråga som då uppkommer är om Europa omedelbart bör övergå till den systemsyn som härskar i USA, nämligen inget krav på minimumkapital och ett kapitalskydd baserat på sufficiens- och solvenskrav? Mot bakgrund av den tämligen hårda kritik som jag framfört mot det nu rådande systemet i Europa skulle läsaren kanske förledas tro att jag anser att så bör ske. Så förhåller det sig emellertid inte — i allt fall inte utan närmare eftertanke.[14]

Enligt min mening bör rättsutvecklingen i USA utnyttjas för att i likhet med vad jag har gjort i det föregående pröva den europeiska rättsutvecklingen. Kanske kommer man till samma svar som jag — kanske inte. Det väsentliga från rättsvetenskaplig synpunkt är enligt min uppfattning att systemet och lösningarna prövas förutsättningslöst. Huruvida sedan resultatet leder till ett annat system eller samma system som det rådande men reformerat sådant är av underordnad betydelse.

Lagstiftaren har vid en förutsättningslös prövning tre huvudtyper av borgenärsskyddssystem att välja mellan, närmare bestämt följande:

(1) sufficiens- och solvenssystemet,

(2) kapitalsystemet med minimumkapitalkonceptet och principen om skyddet för det bundna egna kapitalet, eller

(3) systemet med ett krav på försvarligt eget kapital (i en generalklausul).

Lagstiftaren är dock på intet vis bunden av huvudtyperna utan kan i princip kombinera dessa på vilket vis som helst.

---

[14] Jfr. *Andersson J*, Om vinstutdelning från aktiebolag, En studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler, 1995, s 142 ff.

Tilläggas kan att jag med förväntan ser fram emot en utvärdering om några år av det norska systemet, vilken idag framstår som det enda principiellt intressanta alternativet till systemet i USA. Det är bara att gratulera Norge till ett kreativt och kanske fruktbart lagstiftningsförsök.

Stundom förs det argumentet fram i rättspolitiska diskussioner att det är viktigt att våra rättsliga traditioner och värderingar bibehålls.[15] Argumentet har säkert en hel del fog för sig. Samtidigt skulle jag för egen del vilja ifrågasätta om det inte bland jurister, men även i näringslivet och bland politiker, finns en betydande konservatism. En konservatism som kan vara hämmande för rättspolitiska diskussioner och därmed rättsutvecklingen. Man skall inte vara rädd för förändringar av det rådande regelverket, om detta är bristfälligt och kanske meningslöst, blott på grundval av argumentet "så har vi alltid haft det".

Rättssystemet och rättsvetenskapen i USA kan säkert kritiseras för många fel och brister. Rättssystemet och den rättsvetenskapliga miljön har dock den stora fördelen att det uppmuntrar till nytänkande. Och inte bara det: Nytänkande är möjligt att genomföra i praktiken.

Vilken är då den bolagsrättsliga rättsvetenskapens uppgifter de kommande åren? En uppgift som jag ser det är att sprida den kunskap som idag finns om de svagheter som är förenade med de gällande borgenärsskyddsreglerna om minimumkapital och kapitalskydd. Även om det bland i Norden verksamma rättsvetenskapsmän på bolagsrättens område torde råda delade meningar om borgenärsskyddets utformning, bör vi i allt fall kunna föra ut diskussionen till andra jurister, politiker och i näringslivet samt kanske göra det till en fråga för EG-kommissionen.

Slutligen skall jag knyta an till det möte som jag som forskarstuderande i Storbritannien hade med min handledare och en företagsekonom.[16] Hade det inte varit för dem hade jag kanske aldrig kommit in på borgenärsskyddets utformning. Därför vill jag med detta rikta mitt tack till dem. Tänk att två timmars diskussion kan få betydelse för ens vetenskapliga arbete i bortemot tio år...

---

15 Jfr. i detta sammanhang *Nerep E*, Aktiebolagsrättsliga studier — särskilt kapitalskyddet, 1994, s 423.

16 Se not 1 och 2.

Aktionærlån

af

lektor Mette Neville, ph.d., Handelshøjskolen i Århus

Indholdsfortegnelse:

1. Indledning
2. Den historiske udvikling vedr aktionærlån
   2.1. Udviklingen i Danmark
   2.2. Den aktuelle udvikling i de øvrige nordiske lande
3. Forbudet i § 115, stk. 1
4. Begreberne lån og sikkerhedsstillelse
   4.1. Lån
      4.1.1. Erhvervelse af fordringer
      4.1.2. Forskud på løn og tantieme
   4.2. Sikkerhedsstillelse
5. Låne*typer* undtaget fra forbudet i § 115, stk. 1
   5.1. *Sædvanlige* forretningsmæssige dispositioner
      5.1.1. Samhandelssituationen
      5.1.2. Enkeltstående dispositioner
   5.2. Lån til medarbejderens erhvervelse af aktier i selskabet
6. Personkredsen omfattet af forbudet
   6.1. Aktionæren
      6.1.1. Koncernlån - § 115 a, stk. 1
         6.1.1.1. Datterselskabers lån til et udenlandsk moderselskab
   6.2. Bestyrelsesmedlemmer og direktører
   6.3. Nærstående
      6.3.1. Personselskaber
      6.3.2. Kapitalselskaber
   6.4. Andre personer omfattet af forbudet
7. Kontrollen med aktionær- og anpartshaverlån
   7.1. Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis
8. Konsekvensen af ulovlige aktionærlån

8.1. Civilretlige retsvirkninger af aktionærlånet
8.2. Strafferetlige sanktioner
9. Konklusion

1. Indledning

Selskabets kapital har i de senere år været genstand for stor opmærksomhed i teorien,[1] hvilket også afspejlede sig i emnevalget for den 3. Nordiske Selskabsretskonference. En side af dette spørgsmål vedrører selskabets kapitalisering, f.eks. spørgsmålet om mindstekapital og effektiv indbetaling heraf. En anden side af spørgsmålet vedrører beskyttelsen af selskabets kapital, dvs. under hvilke betingelser selskabsdeltagere kan hente kapitalen ud af selskabet igen f.eks. i form af udbyttebetalinger, kapitalnedsættelse og likvidation. I den forbindelse udgør aktionærlån et særligt problem. Aktieselskabsloven bygger på den forudsætning, at selskabsformuen er adskilt fra aktionærernes formue.[2] Denne forudsætning "svigter" til en vis grad, såfremt selskabsformuen består af fordringer på aktionærerne. Teoretisk svækkes formuegrundlaget ikke ved långivning, idet lånet modsvares af en fordring. Der er altid en risiko ved långivning, men denne kan begrænses ved, at der foretages en indgående kreditvurdering. Med hensyn til lån til aktionærer eller ledelsesmedlemmer, er der en risiko for, at de kan udnytte deres indflydelse til at opnå lån på favorable vilkår uden, at der forud for långivningen foretages en kreditvurdering. Derved stiger risikoen for, at lånet ikke betales tilbage og at selskabet og dets kreditorer lider tab. Ved ydelse af favorable lån til den pågældende personkreds,[3] går selskabet desuden glip af en fortjeneste, som kunne være opnået ved en alternativ investering. Der er derfor gode grunde til at regulere selskabets mulighed for at yde lån til aktionærer og ledelsesmedlemmer.[4] Spørgsmålet er imidlertid, om disse hensyn kan begrunde et egentlig forbud mod aktionærlån, således som det er tilfældet i dansk ret, jf. AL § 115, stk. 1 (apl § 49).

---

1 Se f.eks. *Jan Andersson:* Vinstutdelning från aktiebolag, Iustus, 1995, SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital, SOU 1997:168 Vinstutdelning i aktiebolag, NOU 1996:3, *Kluiver*: The European Company, 1995, s. 115 ff, *Neville* i Selskabers organisation, 1997, s. 43 ff samt de øvrige indlæg i denne bog.

2 Jf. f.eks. *Giertsen:* Selskapsfinansierte aktieerverv, 1996, s. 102 med henvisninger.

3 Jf. Det fremgik af KPMG's undersøgelse fra 1993 - jf. nærmere afsnit 7 - at aktionærlån typisk er lavt forrentet. Det fremgik af regnskaber, hvor der var udarbejdet en note til regnskabet i overensstemmelse med årsregnskabsloven § 46 a. Ifølge denne bestemmelse er der et notekrav om oplysning af lånestørrelse, rentefod mv. Ofte er dette notekrav dog ikke overholdt, jf. nærmere af *Jørgensen* i TfS 1995, artikel nr. 530, s. 1060.

4 Jf. f.eks. Betænkning 1964:362, s. 129 f, FT 1981-82, tillæg A, sp. 2883 ff. Se også *Giertsen*: Selskapsfinansierte aktieerverv, 1996, s. 102. Aktionærlånsforbudet har dog også en skattemæssig begrundelse. Ved at yde lån til en aktionær på gunstige vilkår, flyttes der reelt indkomst over fra selskabet til aktionæren, hvorved de almindelige regler om dobbeltbeskatning ved f.eks. udbytte sættes ud af kraft, jf. FT 1981-82, tillæg A, sp. 2883 ff og f.eks. *Krüger Andersen:* Aktie- og anpartsselskabsret, 5. udg. 1997, s. 205.

I lyset af, at de andre nordiske lande i forbindelse med den omfattende revision af selskabslovgivningen, som i disse år enten er gennemført eller er i gang, ikke har valgt den danske løsning helt at forbyder aktionærlån, samt at mange EU-lande slet ikke har regler om aktionærlån,[5] bør man overveje, om der er behov for at genoverveje holdningen til aktionærlån i dansk ret. Det bør i den anledning undersøges, om de danske bestemmelser er mere restriktive end formålet med reglerne tilsiger. Desuden bør det undersøges, om §§ 115 og 115 a giver anledning til fortolkningsproblemer, således at en præcisering er hensigtsmæssig.

I artiklen vil disse spørgsmål blive søgt besvaret på grundlag af en analyse af indhold og rækkevidde af den danske aktieselskabslovs § 115, stk. 1. Da retspraksis vedrørende aktionærlån er yderst begrænset, er der inddraget administrativ praksis fra Erhvervs- og Selskabstyrelsen, især i forbindelse med afgrænsningen mellem de ulovlige aktionærlån og de aktionærlån, som er lovlige på grund af deres karakter af sædvanlige forretningsmæssige dispositioner.[6]

2. Den historiske udvikling vedr aktionærlån

2.1. Udviklingen i Danmark

I dag indeholder Aktieselskabslovens § 115, stk. 1 og anpartsselskabslovens § 49 et *forbud* mod aktionærlån/anpartshaverlån:

> "Et selskab må ikke yde lån til eller stille sikkerhed for aktionærer, anpartshavere, bestyrelsesmedlemmer eller direktører i selskabet eller et moderselskab til dette. Et selskab må heller ikke yde lån eller stille sikkerhed for den, der er knyttet til en person, som er omfattet af 1. pkt., ved ægteskab eller ved slægtsskab i ret op- eller nedstigende linje, eller som på anden måde står den pågældende særligt nær."

Eneste undtagelser fra forbudet er "driftsmæssige" lån jf. afsnit 5.1. og undtagelserne i § 115 a (apl § 50) vedrørende koncernlån, jf. afsnit 6.1.1. samt lån til medarbejderne til erhvervelse af aktier i selskabet, afsnit 5.2. Der er således tale om en *meget* restriktiv bestemmelse. Lovgiver har imidlertid ikke altid haft en så restriktiv holdning til aktionærlån, som den gældende § 115, stk. 1 er udtryk for.

---

5 Der er ikke i de selskabsretlige EU-direktiver regler, der forbyder eller indskrænker muligheden for at yde aktionærlån. Eventuelle lån skal dog fremgå af regnskabet. Desuden er der forbud mod at stille midler til rådighed til køb af aktier i selskabet. Dette forbud gælder dog ikke lån til medarbejdernes erhvervelse af aktier samt for banker. I den danske aktieselskabslov findes forbudet mod selvfinansiering i § 115, stk. 2, mens § 115 a, stk. 2, indeholder undtagelsen fsv angår lån til medarbejdernes erhvervelse af aktier i selskabet. Selvfinansieringsforbudet behandles ikke i denne artikel.

6 Jeg skal i den forbindelse rette en tak til Erhvervs- og Selskabstyrelsen, som har forsynet med med en række udtalelser til brug for denne artikel.

Aktieselskabsloven fra 1930[7] indeholdt ingen bestemmelser om aktionærlån. Det betød imidlertid ikke, at der var fri adgang til at yde aktionærlån, jf. *U 1944.598 ØL*, hvor landsretten fastslog, at et lån - til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet (i dag § 115, stk. 2 og apl § 50) - var at sidestille med en nedsættelse af aktiekapitalen, hvorfor reglerne vedrørende kapitalnedsættelse skulle iagttages. Landsretten anførte i præmisserne:

> "...aktieselskabslovens hovedøjemed er at sikre, at selskabskapitalen kommer til stede og forbliver i selskabet for at tjene til fremme af selskabets formål. Dette har navnlig fundet udtryk i lovens §§ 30 og 37 (kapitalnedsættelsesreglerne), hvilken sidste tilsigter at sikre kreditorerne imod, at kapitalen tilbagebetales aktionærerne, uden at kreditorerne fyldestgøres. Hensigten med denne bestemmelse ville imidlertid ikke nås, hvis den ikke kom til anvendelse i tilfælde, hvor en udbetaling af selskabets kapital fremtræder som et lån til vedkommende aktionær..."

Som følge af dommen betragtede aktieselskabsregisteret (i dag Erhvervs- og Selskabstyrelsen) herefter ethvert lån til aktionærerne som en tilbagebetaling af selskabskapitalen, hvorfor aktionærlån alene var lovlige, såfremt reglerne for kapitalnedsættelse var iagttaget.[8] Dommen og aktieselskabsregisterets praksis gav anledning til en del kritik, som bl.a. gik på, at der retligt var stor forskel på aktionærlån og kapitalnedsættelse. Ved aktionærlån er det ikke tale om en permanent udbetaling af selskabets midler, idet selskabet har et krav på tilbagebetaling, mens der ved kapitalnedsættelse er tale om en permanent udbetaling af selskabets midler. Desuden anførtes, at den restriktive holdning til aktionærlån medførte, at der blev blokeret for fornuftige forretningsmæssige dispositioner så som långivning fra et datterselskab til et moderselskab.[9]

I 1952 udtalte Højesteret i *U 1952.30 H* så, at aktionærlån *ikke* kunne sidestilles med en kapitalnedsættelse, hvorfor reglerne om kapitalnedsættelse ikke skulle iagttages. Højesteret bemærkede bl.a:

> "De af tiltalte udviste...forhold er ikke direkte omfattet af bestemmelserne i aktieselskabslovens §§ 35 og 37 om nedsættelse af aktiekapitalen, og der findes ikke i dommen at være fastslået sådanne særlige omstændigheder, at tiltaltes forhold ganske kan ligestilles med overtrædelse af de nævnte lovbestemmelser."

---

7 Se udviklingen efter 1930-loven f.eks. *Gomard*: Aktieselskabsret, 2. udg. 1970, *Bruun*: U 1948 B. s. 42 ff. *David:* U 1948 B. s. 105 ff, *Jacobsen*: U 1948 B. s. 237 ff, *Thomsen:* U 1948 B. s. 286, *Christoffersen* U 1949 B. s. 55 ff , *Klerk* i U 1949 B. s. 61 f.

8 Jf. Betænkning nr. 364:1964, s. 128. Se også *Villadsen*: Revision & Regnskabsvæsen 1952, s. 242. Også i Norge anså man aktionærlån som en tilbagebetaling af aktiekapitalen, jf. Rt 1929.503.

9 Jf. *Bruun*: U 1948 B. s. 42 ff, *David*: U 1948 B. s. 105 ff, *Jacobsen*: U 1948 B. s. 237 ff, *Thomsen*: U 1948 B. s. 286 og *Klerk* i U 1949 B. s. 61 f.

U 1952.30 H gav anledning til fornyet debat og førte til, at man ved lov nr. 232 af 7. juni 1952 med § 45 a, b og c indføjede særskilte bestemmelser i aktieselskabsloven om lån til aktionærer mv. Bestemmelserne sondrede mellem børsnoterede selskaber, hvor aktionærlån var tilladt og ikke børsnoterede selskaber, hvor aktionærlån var forbudt. Baggrunden for sondringen var, at risikoen for, at en aktionær kunne udnytte sin stilling til at modtage favorable lån, var meget ringe i børsnoterede selskaber, idet der typisk var tale om småaktionærer.

I den første fællesnordiske aktieselskabsbetænkning 1964:362 tog man igen spørgsmålet op til diskussion, idet man mente, at et totalt forbud mod aktionærlån i ikke-børsnoterede selskaber trods alt var for vidtgående. Man fandt, at et absolut forbud mod aktionærlån i mange tilfælde ville lægge hindringer i vejen for legitime og fuldt rimelige dispositioner. Man foreslog derfor, at aktionærlån[10] skulle være tilladt under iagttagelse af følgende betingelser:

a) at lån alene blev ydet i det omfang, hvori selskabets egenkapital oversteg aktiekapitalen,
b) at lånet godkendtes af samtlige medlemmer af bestyrelsen, og
c) at der stilles betryggende sikkerhed for lånet.

Der kunne dog ikke ydes lån til bestyrelsesmedlemmer, idet man fandt, at sådanne lån frembød en særlig fare for misbrug. Bestemmelsen fandt ikke anvendelse på kreditforhold, der var opstået på grundlag af et almindeligt forretningsmellemværende i overensstemmelse med selskabets sædvanlige vilkår.

I 1969-betænkningen[11] foreslog man en bestemmelse, som i det store hele svarede hertil. Dog opgav man kravet om samtykke, da der ikke heri lå nogen reel garanti.[12] Desuden kunne der ydes lån til bestyrelsesmedlemmer under samme betingelser, som var gældende for aktionærer og direktører. Endeligt gjaldt forbudet ikke et datterselskabs lån til sit moderselskab, samt sikkerstillelse for et moderselskabs forpligtelser.[13] Forslaget i 1969-betænkningen var skabelon for bestemmelsen om aktionærlån, som blev indført med 1973-loven.

Det totale forbud mod aktionærlån blev indsat i 1982 ved lov nr. 282 af 9. juni 1982.[14] Baggrunden for skærpelsen af bestemmelsen var bl.a., at kravet om be-

---

[10] S. 158.

[11] Betænkning 1969:540 om en fællesnordisk akieselskabslovgivning, s. 158 f.

[12] I det danske udkast blev der dog tilføjet et krav om, at der i bestyrelsens protokol skulle gøres bemærkning om lån og sikkerhedsstillelse.

[13] I 1973-loven indførte man efter forslag i 1964 og 1969-betænkningen ligeledes et forbud mod selvfinansiering.

[14] Jf. FT 1981/82, tillæg A spalte 2854 og 2883.

tryggende sikkerhed ikke blev overholdt i praksis,[15] jf. f.eks. *U 78.414 Ø*, *U 1980.435 V* og *U 1981.701*. Desuden synes forbudet at have haft et skatteretlig sigte. Man ønskede at dæmme op for, at aktionæren reelt undgik/udskød dobbeltbeskatningen ved at dække sit privatforbrug gennem optagelse af aktionærlån på gunstige vilkår.[16]

2.2. Den *aktuelle* udvikling i de øvrige nordiske lande

Aktionærlånsreglerne havde oprindeligt et fællesnordisk udgangspunkt, da både betænkning 1964:362 og betænkning 1969:540 var resultatet af et fællesnordisk samarbejde.[17] Det kan derfor være relevant at se på de løsninger, man har valgt i de andre nordiske lande.

I Norge er reglerne langt fra så restriktive som de danske. I Norge har man opretholdt muligheden for aktionærlån, såfremt der stilles betryggende sikkerhed og lånet alene ydes af de midler, som kan anvendes til uddeling af udbytte. I aksjeselskapsloven og almennaksjeloven findes der som § 8-7 følgende bestemmelse:

> "Selskapet kan bare gi kreditt[18] eller stille sikkerhet til fordel for en aksjeeier eller noen af aksjeeiernes nærstående innenfor rammerne av de midler som selskapet kan benytte til utdeling af utbytte og bare når der stilles betryggende sikkerhet for kravet på tilbakebetaling eller tilbakesøkning.
>
> Forbudet i første ledd gjelder tilsvarende ved kreditt til eller sikkerhetsstillelse til fordel for en aksje- eller andeleier i annet selskap i samme konsern eller noen af dennes nærstående.
>
> Forbudet i første og annet ledd gjelder ikke
>
> 4. kreditt med vanlig løpetid i forbindelse med forretningsavtaler;
> 5. kreditt eller sikkerhet til fordel for morselskapet eller annet selskap i samme konsern..."

I § 8-9 er bestemmelsen udvidet til også at omfatte lån til direktører og bestyrelsesmedlemmer, medmindre der er tale om en medarbejderrepræsentant.[19]
§ 8-8 har karakter af en undtagelsesbestemmelse:

---

[15] Se herom FT 1981/82, tillæg A sp. 2884.

[16] Jf. f.eks. ovenfor note 4.

[17] Dette samarbejde ophørte mere eller mindre i forbindelse med Danmarks tiltræden af EF-traktaten. Med Sveriges og Finlands ja til Unionen og Norges tiltrædelse af EØS-traktaten er spørgsmålet om muligheden for og hensigtmæssigheden af et nordisk samarbejde igen blevet relevant. Se herom f.eks. *Skog* i Nordisk lagstiftningsarbete i det nye Europa og *Krüger Andersen* i Selskabers organisation, 1997, s. 22 f.

[18] I den tidligere bestemmelse (Asl. § 12-10) anvendtes i stedet begrebet lån. Det blev ved reformen ændret til kreditt, idet man anså det for mere dækkende for de ydelser, man ønskede at ramme, jf. NOU 1996:3, s. 151. Se også *Giertsen*: Selskabsfiansierte aksjeerverv, 1996, s. 101 ff.

[19] Desuden kan nævnes, at § 8-10 indeholder et forbud mod selvfinansiering.

"Bestemmelserne i § 8-7 er ikke til hinder for at selskapet gir kreditt eller stiller sikkerhet til fordel for en aksje- eller andelseier eller noen av dennes nærstående når

1. skyldneren er ansatt i hovedstilling i selskapet eller i et annet selskap i samme konsern, og
2. kreditten ytes i samsvar med det som er vanlig ved finansiell bistand til ansatte.

Første ledd gjelder ikke dersom aksjeeieren eier mer enn fem prosent av aksjekapitalen i selskapet eller i et annet selskap i samme konsern. Like med aksjeeierens egne aksjer regnes her aksjer som eies av aksjeeierens personlig nærstående."

I Sverige indførte man i 1973 et forbud mod aktionærlån, som dog er knapt som vidtgående som det danske. Også her synes der i vidt omfang at ligge skatteretlige hensyn bag indførelsen af forbudet.[20] Bestemmelsen findes i dag i § 12-7 og har følgende ordlyd:

7 § Aktiebolag får ej lämna penninglån till den som äger aktier i eller är styrelseledamot eller verkställande direktör i bolaget eller annat bolag i samma koncern. Detsamma gäller i fråga om penninglån till

1. den som är gift med eller är syskon eller släkting i rätt upp- eller nedstigande led till aktieägare, styrelseledamot eller verkställande direktör,
2. den som är besvågrad med sådan person i rätt upp- eller nedstigande led eller så att den ene är gift med den andres syskon, eller
3. juridsk person över vars verksamhet person som nämnts ovan har ett bestämmande inflytande.

Bestämmelserna i första stycket gäller ej om

1. gäldenären är kommun eller landstingskommun,
2. gäldenären är företag i koncern i vilken det långivande bolaget ingår,
3. gäldenären driver rörelse och lånet betingas av affärsmässiga skäl samt är avsett uteslutande för gäldenärens rörelse, eller
4. gäldenären eller honom närstående fysisk eller juridisk person som avses i första stycket 1-3 är aktieägare samt det sammanlagda aktieinnehavet ej uppår till en procent af aktiekapitalet i bolaget och ej heller, om bolaget ingår i koncern, till en procent av de sammanlagda aktiekapitalen i koncernbolagen. Första stycket tillämpas dock, om gäldenären eller juridisk person över vars verksamhet kan har ett bestämmande inflytande eller båda tilsammans äger mer än 500 aktier i bolaget eller, om bolaget ingår i koncern, i koncernbolagen.

Aktiebolag får icke lämna penninglån i syfte att gäldenären eller honom närsående fysisk eller juridisk person som avses i första stycket 1-3 skall förvärva aktier i boilaget eller annat bolag i samma koncern.

Är gäldenären anställd i bolaget eller i ett annat bolag i samma koncern gäller inte förbudet mot penninglån i tredje stycket, om

1. lånebeloppet jämte tidigare lån enligt detta stycke från bolaget eller annat bolag i samma koncern inte överstiger ett belopp som motsvarar två gånger gällande basbelopp enligt lagen (1962:381) om allmän försäkring,

---

[20] SOU 1997:168, s. 87.

2. låneerbjudandet riktar sig till minst hälften av de anställda i bolaget och lånet skall återbetalas inom fem år genom regelbundna amorteringar samt

3. hinder mot lån inte föreligger vid en tillämpning av första och andra styckena även om de aktier som skall förvärvas räknas med. Därvid skall dock det i första stycket angivna förbudet mot all lämna lån till styrelseledamot inte gälla i fråga om den som är styrelseledamot enligt bestämmelserna i lagen (1987:1245) om styrelsesrepresentation för de privatanställda.

Lån enligt fjärde stycket får inte lämnas, om det sammanlagda beloppet av sådana lån därefter skulle överstiga bolagets fria egna kapital.

Bestämmelserna i denna paragraf om förbud mot penniglån äger motsvarande tillämpning i fråga om ställande av säkerhet.

Vid tillämpningen av denna paragraf likställes äktenskapsliknande samlevnad med äktenskap, om de ssammanlevande tidigare har varit gifta med varandra eller her eller har haft barn gemensamt.

Som aktieinnehav eller aktieförvärv enligt bestämmelserna i denna paragraf räknas inte innehav eller förvärv av andelar i en aktiefond eller i en aktiesparfond eller kapitalsparfond som inte är företagsanknuten.

8 § I fråga om lån eller säkerhet för förvärv av aktier i bolaget eller annat bolag i samma koncern får skattemyndigheten medge undantag från 7 § om det behövs på grund af särskilda omständigheter. Vid förvärv av aktier i det bolag som lämnar lån eller ställer säkerhet får dock sådant undantag medges endast om bolaget är ett privat aktiebolag.

I andra fall än som avses i första stycket får skattemyndigheten medge undantag från 7 § om det finns synnerliga skäl.

När det gäller aktiebolag som står under Finansinspektionens tillsyn prövas frågor om undantag av Finansinspektionen.

Bolagets kända borgenärer skall höras över ansökningen. Det behöver dock ej ske, om borgenärernas ställning uppenbarligen icke påverkas av att ansökningen bifalles. Om borgenär begär det, skall hans fordran betalas eller betryggande säkerhet ställas för den innan ansökningen får bifallas.

I SOU 1997:168 om vinstutdelning i aktiebolag foreslår Aktiebolagskommittén forbudet *ophævet* og erstattet med en bestemmelse, ifølge hvilken aktionærlån som udgangspunkt er tilladt, såfremt der stilles betryggende sikkerhed og der er efter långivningen er fuld dækning for aktiekapitalen. Som en ekstra "beskyttelsesregel" skal man ved beregningen af den del af egenkapitalen, hvoraf der kan ydes lån, lade alle aktionærlån inklusiv det aktuelle lån indgå som fordringer uden værdi, jf. SOU 1997:168, s. 88. Med hensyn til den krævede sikkerhedsstillelse skal det i forbindelse med revision af årsregnskabet vurderes, om sikkerheden lever op til lovens krav om betryggende sikkerhed. Bestemmelsen er dermed i tråd med den nye norske regel, samt den finske.[21]

---

[21] Her kan der også ydes aktionærlån, såfremt lånet ydes af den del af formuen, der kan anvendes til udbytte. Desuden skal der stilles betryggende sikkerhed.

Det er Aktiekommitténs hensigt med den nye bestemmelse at indordne aktionærlånsbestemmelsen under de øvrige kapitalbeskyttelsesregler uden særskilt hensyntagen til de skatteretlige hensyn.

3. Forbudet i § 115, stk. 1

Som nævnt ovenfor indeholder § 115 i dag et forbud mod at *yde lån til eller stille sikkerhed* for en nærmere bestemt personkreds, som er omtalt i afsnit 6. Ordlyden af § 115, stk. 1, indeholder ikke undtagelser til forbudet mod aktionærlån. Det er imidlertid indlysende, at der er behov for, at aktionærerne har forretningsforbindelse og dermed økonomisk samhandel med selskabet.[22] Der vil i den forbindelse ofte opstå f.eks. kreditgivning fra selskabet til en aktionær, der driver samhandel med selskabet. Det er der intet odiøst i, såfremt selskabet ville have ydet kreditten til en udenforstående tredjemand på samme vilkår. Det følger da også af forarbejderne,[23] at sådanne sædvanlige forretningsmæssige dispositioner ikke er omfattet af forbudet. Sigtet med at tillade sådanne erhvervsmæssige dispositioner er at muliggøre dispositioner mellem et selskab og en aktionær/ledelsesmedlem, som også ville være foretaget mellem selskabet og tredjemand. Afgrænsningen mellem de dispositioner, som må kvalificeres som sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, og som derfor falder uden for forbudet i § 115, stk. 1 og de dispositioner, som er omfattet af forbudet, vil blive behandlet i afsnit 5.1.

Forbudet mod at yde lån til en aktionær eller anpartshaver gælder ifølge ordlyden af § 115, uanset hvor lille en andel af aktiekapitalen den pågældende aktionær ejer. Forbudet er på dette punkt langt mere vidtgående end hensynet bag bestemmelsen tilsiger. Småaktionærer er uden reel mulighed for at påvirke beslutningsprocessen. KPMG's undersøgelse[24] viste da også i overensstemmelse hermed, at der var flere ulovlige lån i anpartsselskaber end i aktieselskaber.[25] I 1981-82 blev der fra Selskabsretspanelets side anbefalet, at man alene forbød lån til aktionærer, som ejede mere end 25 % af aktiekapitalen, netop med den begrundelse, at aktionærer med mindre aktiebesiddelser er uden reel mulighed for at påvirke beslut-

---

22 Jf. f.eks. *Krüger Andersen*: Aktie- og anpartsselskabsret, 1997, s. 206 og *Werlauff*: Selskabsret, 1997, s. 419.

23 Jf. Betænkning nr. 540/1969, s. 159 og betænkning 1964:362, s. 131.

24 Jf. *Henriksen* TfS 1995, artikel nr. 530, s. 1061.

25 Dette var da også allerede i 1952 baggrunden for, at man i den første lovbestemmelse om aktionærlån jf. afsnit 2 alene forbød aktionærlån i lukkede selskaber, mens aktionærlån var lovlige i børsnoterede selskaber. En sondring som man siden opgav, selvom retspraksis før det generelle forbuds indførsel viser, at der synes at være en idé med denne sondring, da det var i de lukkede selskaber misbruget fandt sted, jf. f.eks. U 78.414 Ø, U 1979.777 V, U 1980.435 V og U 1981.701, jf. også *Krüger Andersen*: Aktie- og anpartsselskabsret, 5. udg. 1997, s. 205.

ningsprocessen.[26] Anbefalingen blev imidlertid ikke fulgt. Dette fører antageligt til den uhensigtsmæssige retstilstand, at f.eks. en medarbejder, som har tegnet en medarbejderaktie, vil være afskåret fra at deltage i en ordning omkring personalelån, selvom betingelserne for opnåelse af lånet er knyttet til den pågældendes status som medarbejder og ikke dennes status som aktionær, og betingelserne for ydelse af lånet er objektive, f.eks. 1 års ansættelse, og ikke er indrettet, så de rammer konkret.

En formålsfortolkning taler for, at sådan långivning er lovlig, da der ikke er nogen risiko forbundet hermed, udover den, der sædvanligvis er knyttet til enhver långivning. Ordlyden af § 115, stk. 1, er imidlertid så klar, at den næppe åbner mulighed for en sådan undtagelse. Dette synes også antaget af Erhvervs- og Selskabstyrelsen, jf. en udtalelse, som angik personalelån til ansatte, herunder virksomhedes to ejere, som også arbejdede i virksomheden, men som dog hver ejede hele 50 % af kapitalen. Her udtalte styrelsen:

> "...lån som beskrevet til de to aktionærer i selskabet må umiddelbart anses for omfattet af forbuddet i aktieselskabsloves § 115, stk. 1. Det er styrelsens opfattelse, at der i nærværende sag ikke er tale om almindeligt forretningsmellemværende, som ikke er omfattet af bestemmelsen. Der er herved især lagt vægt på, at det af fremstillingen fremgår, at lånet alene ydes til ansatte i virksomheden, hvorfor det ikke kan betragtes som et led i virksomhedens sædvanlige og generelle forretningsvilkår overfor virksomhedens kunder..."[27]

Netop et generelt forbud mod aktionærlåns eventuelle uheldige konsekvenser har ført til særregler vedrørende småaktionærer/medarbejderaktionærer i både den svenske og den norske selskabslovgivning. I den svenske lov er det i § 12-7, nr. 4 bestemt, at forbudet mod aktionærlån ikke gælder for aktionærer, der ejer mindre end 1% af aktiekapitalen og ikke over 500 aktier.[28] I den norske aksjelov's § 8-8 er der indført en særregel vedrørende medarbejderaktionærer med følgende ordlyd:

> "Bestemmelserne i § 8-7 er ikke til hinder for at selskapet gir kreditt eller stiller sikkerhet til fordel for en aksje- eller andelseier eller noen av dennes nærstående når
> 4. skyldneren er ansatt i hovedstilling i selskapet eller i et annet selskap i samme konsern, og

---

[26] Jf. FT 1981/82, tillæg A spalte 2885.

[27] I en skrivelse af 27. januar 1983 har Industriministeriet i overensstemmelse hermed udtalt, at et lån til medarbejderaktionærer til erhvervelse af en bil, der skulle anvendes til kørsel bl.a. for selskabet, er omfattet af forbudet i § 115, jf. *Rosenberg/Sneholt/Thomsen*, Aps.'loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 202.
Til gengæld er det antaget, at en medarbejder, der har tegnet medarbejderaktier uanset sin aktionærstatus kan deltage i nye medarbejderaktieordninger, hvor selskabet yder lån til finansieringen jf. § 115 a, stk. 2, jf. Industriministeriets svar til folketingsudvalget, hvor det anførtes: "medarbejderaktionærer kan få lån ikke alene ved første aktietegning, men også ved de efterfølgende."

[28] Se nærmere om bestemmelsen *Kedner/Roos/Skog*: Aktiebolagslagen Del II (1996), s. 133 f.

5. kreditten ytes i samsvar med det som er vanlig ved finansiell bistand til ansatte. Første ledd gjelder ikke dersom aksjeeieren eier mer enn fem prosent av aksjekapitalen i selskapet eller i et annet selskap i samme konsern. Like med aksjeeierens egne aksjer regnes her aksjer som eies av aksjeeierens personlig nærstående."

På samme måde er lån til medarbejderrepræsentanter i bestyrelsen **tilladt**, jf. § 8-9. I Sverige kræver det en dispensation efter § 12-8, men en sådan kan gives f.eks. hvor lånet gives af personalepolitiske årsager.[29]

Man bør fra dansk side overveje en ændring af aktionærlånsbestemmelsen, så forbudets omfang i højere grad tilpasses hensynet bag bestemmelsen. Der bør derfor åbnes mulighed for udlån til småaktionærer.

4. Begreberne lån og sikkerhedsstillelse

4.1. Lån

Begrebet lån i § 115, stk. 1, omfatter primært lån til eje af penge og pengeeffekter,[30] f.eks. penge, veksler, checks og værdipapirer, da denne type lån frembyder en risiko for selskabets egenkapital, såfremt låntager ikke er i stand til at betale lånet tilbage.

Lån til brug er som udgangspunkt ikke omfattet. Der er således intet til hinder for, at selskabet stiller en bil eller et sommerhus til rådighed for en aktionær. Låner en aktionær en bil af selskabet, og skal dette lån afvikles ved, at den låntagende aktionær skal tilbagebetale et beløb svarende til genstandens værdi, er udlånet omfattet af forbudet, da der så reelt er tale om lån til eje. Der er dog næppe tvivl om, at lån til brug også efter omstændighederne kan være omfattet af forbudet, f.eks. hvor der er tale om pengeeffekter så som obligationer, som udlånes til aktionæren, så han kan bruge dem til sikkerhedsstillelse for et lån.[31]

4.1.1. Erhvervelse af fordringer

Ikke kun direkte långivning er omfattet af forbudet. Selskabet må heller ikke erhverve fordringer fra en aktionær mv, jf. f.eks. *U 1986.513 H*, som er nærmere refereret i afsnit 6.3.2. Et selskabs erhvervelse af et almindeligt pantebrev eller ejerpantebrev udstedt af en person omfattet af § 115, stk. 1, er som udgangspunkt også omfattet af forbudet mod aktionærlån, da der derved ertableres et lånefor-

---

[29] Jf. *Kedner/Roos/Skog*: Aktiebolagslagen Del II (1996), s. 145.

[30] Jf. betænkning 1964:362, s. 131.

[31] Jf. *Villadsen* i Revision og Regnskabsvæsen 1952, s. 245 f. Dispositionen må også kunne kvalificeres som omgåelse af forbudet mod, at selskabet stiller sikkerhed for aktionæren, jf. f.eks. *Thomsen*, Justitia nr. 5/1992, s. 26.

hold.[32] Låntageren bliver her stillet på samme måde, som hvis selskabet havde ydet lånet direkte.[33]

Forbudet mod selskabets erhvervelse af pantebreve udstedt af en aktionær mv. er ikke absolut. Pantebreve er almindelige omsætningspapirer og da placering af frie midler i pantebreve kan være led i en forsvarlig formueforvaltning, kan selskabet lovligt erhverve pantebreve udstedt af en aktionær til en tredjemand, såfremt erhvervelsen har karakter af en sædvanlig forretningsmæssig disposition, jf. afsnit 5. Det er tilfældet, hvor erhvervelsen sker som led i selskabets vedligeholdelse af en pantebrevsportefølje.[34] Pantebrevet skal være udstedt på sædvanlige markedsvilkår. Det har i administrativ praksis været antaget,[35] at det er et krav, at erhvervelsen sker gennem en uafhængig tredjemand. Erhverves et pantebrev gennem tredjemand, er der en *formodning* for, at pantebrevet er erhvervet på almindelige forretningsmæssige vilkår, og at der ikke er tilsigtet nogen omgåelse af aktionærlånsforbudet. Der kan dog i det konkrete tilfælde være tale om omgåelse. Det synes for vidtgående generelt at kræve, at erhvervelsen skal ske gennem tredjemand. Såfremt erhvervelsen er udtryk for en reel overdragelse, pantebrevet er udstedt på markedsvilkår og er erhvervsmæssigt begrundet, bør det ikke være afgørende, om pantebrevet er erhvervet direkte fra aktionæren eller gennem en uafhængig tredjemand.[36] Der synes med en udtalelse fra 23. oktober 1997 fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen at være en vis støtte for denne holdning:

> Et anpartsselskab havde bl.a. til formål at foretage finansiering og investering. Den faktiske aktivitet havde gennem de sidste 10 år udelukkende bestået i investering i pantebreve finansieret delvis gennem banklån, som pantebrevene blev lagt til sikkerhed for. Egenkapitalen udgjorde ca. 1.300.000 kr. og bankgælden 6.210.000 kr. Pantebrevenes værdi udgjorde ca. 7.800.000 og de samlede aktiver ca. 7.850.000 kr. Selskabet ydede et lån på 150.000 kr. til en anpartshavers datter og svigersøn. Der var sikkerhed for lånet i et pantebrev, som var udstedt på vilkår, der ikke afveg fra selskabets øvrige beholdning af pantebreve. Pantebrevet indgik i den samlede pantebrevsbeholdning, som lå til sikkerhed for lånearrangementet.

---

32 Jf. f.eks. *Larsen* i Revision & Regnskabsvæsen 1959, s. 246, *Hasselager* i Revision & Regnskabsvæsen 1977, s. 308, *Gormard*: Aktieselskabsret, 1970, s. 317, *Rosenberg/Sneholt/Thomsen*: Aps'-loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 202.

33 Dette gælder, selvom et pantebrev, som er prioriteret inden for ejendommens værdi, ikke udgør nogen reel risiko. Det gør dog ikke i dag nogen forskel i relation til et låns lovlighed, om der er stillet betryggende sikkerhed eller ej. Som følge deraf kan et pantebrev udstedt af en aktionær heller ikke anvendes som apportindskud, jf. AL § 6, stk. 2, 3. pkt (apl § 7).

34 Jf. f.eks. *Rosenberg/Sneholt/Thomsen*: Aps'-loven med kommentarer, 1997, s. 202 og *Heiselberg* Revision & Regnskabsvæsen nr. 12/1988, s. 33.

35 Jf. *Rosenberg/Sneholt/Thomsen:* Aps'-loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 202.

36 I samme retning også *Holmgaard* i Juristen nr. 9/1974, s. 157. Holmgaard anfører, at almidelige pantebreve - i modsætning til ejerpantebreve - lovligt må kunne erhverves, såfremt pantebrevets værdi modsvarer købesummen, og der virkelig er tale om overdragelse til eje af det pågældende pantebrev.

Styrelsen udtalte: "...Ud fra ovenfor anførte betragtninger er det styrelsens opfattelse, at den omtalte disposition som udgangspunkt vil henhøre under sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, der efter lovmotiverne ikke er omfattet af forbudet mod anpartshaverlån. Dette er betinget af, at selskabet ville have foretaget dispositionen, selvom selskabet ikke var underlagt anpartshaverens bestemmende indflydelse. Dispositionen skal således være i selskabets egen forretningsmæssige interesse som erhvervsdrivende virksomhed. Det forudsættes ligeledes, at långivningen er et klart led i selskabets sædvanlige forretninger, og at det sker på vilkår, der er fastsat efter sædvanlige forretningsmæssige principper i selskabets erhvervsmæssige interesse. Derudover må det forudsættes, at udlånet ikke belaster den for selskabets erhvervsmæssige drift nødvendige likviditet og selskabets finansieringsmuligheder."

Aktionærlånsforbudet er ikke til hinder for, at aktionærer erhverver fast ejendom fra selskabet, og i den forbindelse udsteder et sælgerpantebrev. Dette kan have karakter af en sædvanlig forretningsmæssig disposition. Handlen, herunder pantebrevsudstedelsen, skal blot være indgået på normale markedsvilkår med hensyn til kontant udbetaling, pantebrevsforrentning, afdragsvilkår mv.[37]

4.1.2. Forskud på løn og tantieme

Det har tidligere givet anledning til diskussion, om *forskud på løn og/eller tantieme*[38] er omfattet af aktionærlånsforbudet.

Forskud på lån til f.eks. direktører eller aktionærer, som er ansat i selskabet, må som udgangspunkt falde uden for § 115, stk. 1, medmindre der er tale om omgåelse.[39]

Der har tidligere hersket tvivl om, hvorvidt man lovligt kunne yde forskud på tantieme. Denne tvivl relaterede sig imidlertid til den daværende § 64´s krav om, at tantieme skulle beregnes som en andel af selskabets overskud, hvilket ifølge nogle forfattere måtte indebære, at tantieme først kunne udbetales, når selskabets årsregnskab forelå og dette udviste et overskud, der var tilstrækkeligt stort til at kunne rumme tantieme. I dag kan tantieme beregnes på andet grundlag end selskabets overskud, og det er op til ledelsen at vurdere forsvarligheden af vederlaget.[40] Der kan dog i det konkrete tilfælde være tale om omgåelse.

---

[37] Jf. også *Heiselberg* i Revision & Regnskabsvæsen nr. 9/1988, s. 33 og *Rosenberg/Sneholt/ Thomsen*: Aps'-loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 202.

[38] A conto udbytte har også været diskuteret i relation til reglerne om aktionærlån. Da udbetaling af udbytte besluttes af generalforsamlingen på grundlag af det godkendte årsregnskab, jf. § 69, stk. 2, § 109 og § 112, er udbetaling af a conto udbytte ulovligt, jf. *Gomard:* Aktieselskaber & anpartsselskaber, 1996, s. 309, *Krüger Andersen:* Aktie- og anpartsselskabsret, 1997, s. 215 samt *Rosenberg/Sneholt/ Thomsen:* Aps'-loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 186 f. Såfremt der ydes et ulovligt a conto udbytte, skal beløbet tilbagebetales efter § 113. Da der ved udbetalingen ikke er tilsigtet en tilbagebetaling og dermed heller ikke er aftalt rentesats og afdragsprofil, vil dispositionen næppe kunne kvalificeres som aktionærlån.

[39] Jf. f.eks. SOU 1997:168, s. 106 og *Gomard:* Aktieselskabsret, 1970, s. 179.

[40] Jf. f.eks. *Thomsen*: Justitia nr. 5/1992, s. 32 med henvisninger.

4.2. Sikkerhedsstillelse

§ 115, stk. 1 forbyder også selskabet at stille sikkerhed for en person omfattet af forbudet i § 115, da sikkerhedsstillelse frembyder næsten de samme risici for selskab og kreditorer som egentlig långivning.[41] Begrebet sikkerhedsstillelse omfatter f.eks. personel sikkerhedsstillelse som kaution, men også reel sikkerhedsstillelse så som håndpantsætning og underpantsætning.

5. Låne*typer* undtaget fra forbudet i § 115, stk. 1

5.1. *Sædvanlige* forretningsmæssige dispositioner

Ifølge selve *ordlyden* af § 115, stk. 1, synes der ikke at være undtagelser til forbudet mod aktionærlån. Det er imidlertid indlysende, at der er behov for, at aktionærerne kan have forretningsforbindelse og dermed økonomisk samhandel med selskabet.[42] Man bør ikke med bestemmelsen blokere for sådanne erhvervsmæssige dispositioner mellem et selskab og en aktionær, som også ville været foretaget mellem selskabet og tredjemand.

Det følger da også af forarbejderne,[43] at sådanne forretningsmæssige dispositioner ikke er omfattet af forbudet, såfremt der er tale om dispositioner, der er *1) erhvervsmæssigt begrundet* og er *2) sædvanlig både for selskabet* og 3) *inden for branchen i almindelighed.*[44] Selskabet kan derfor sælge varer, udleje lejligheder, foretage transporter mv for sine aktionærer og give dem kredit med erlæggelsen af vederlaget.[45]. Direkte långivning vil imidlertid som udgangspunkt ikke være en sædvanlig forretningsmæssig disposition.

Afgrænsningen mellem sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, som falder uden for forbudet i § 115, stk. 1 og ulovlige aktionærlån, kan give anledning problemer. Der findes så godt som ingen retspraksis vedrørende denne afgræns-

---

[41] Sikkerhedsstillelse blev foreslået omfattet af bestemmelserne om aktionærlån i Betænkning 1964:362, s. 131, da man fandt, at sikkerhedsstillelse ikke - bortset fra rene omgåelsestilfælde - kunne sidestilles med lån. Da sikkerhedsstillelse ligeledes frembyder en risiko, fandt man, at der burde optages en udtrykkelig bestemmelse herom i loven.

[42] Jf. f.eks. *Krüger Andersen*: Aktie- og anpartsselskabsret, 1997, s. 206 og *Werlauff*: Selskabsret, 1997, s. 419.

[43] Jf. f.eks. Betænkning 1969:540, s. 159.

[44] Det er uheldigt, at en så væsentlig undtagelse til aktionærlånforbudet ikke fremgår udtrykkeligt af aktionærlånsbestemmelsen, men alene af forarbejderne. I f.eks Norge og Sverige fremgår undtagelsen direkte af aktionærlånsbestemmelserne. I den norske aksjelov § 8-7 fremgår det, at de restriktive regler for ydelse af aktionærlån ikke finder anvendelse ved: "kreditt med vanlig løpetid i forbindelse med forretningsavtaler" og af den svenske aktiebolagslov 7 § fremgår det, at forbudet ikke gælder, hvor "gäldenären driver rörelse och lånet betingas av affärsmässiga skäl samt är avsett uteslutande för gäldenärens rörelse"

[45] Jf. *Gomard*: Aktieselskabsret, 1970, s. 170.

ning,[46] men Erhvervs- og Selskabsstyrelsens administrative praksis kan give nogle retningslinjer for, hvorledes afgrænsningen foretages.

5.1.1. Samhandelssituationer

Det grundliggende krav for, at en disposition kan kvalificeres som en sædvanlig forretningsmæssig disposition, som falder uden for § 115, stk. 1, er, at dispositionen skal være *erhvervsmæssigt begrundet.* Det betyder, at dispositionen skal være et naturligt/nødvendigt led i selskabets virksomhed.[47] Det klassiske eksempel på en sædvanlig forretningsmæssig disposition er samhandelssituationen, hvor selskabet driver samhandel med en af selskabets aktionærer og i den forbindelse indrømmer aktionæren kredit med betaling af vederlaget. Indrømmelse af kredit er helt sædvanligt i samhandelssituationer. Kreditgivning til en person omfattet af forbudet i § 115, stk. 1 er dog kun lovlig, såfremt den er *sædvanlig i det konkrete selskab.* Man må derfor se på, om kreditgivning som sådan er sædvanlig for selskabet, og om de vilkår f.eks. med hensyn til løbetid og eventuel rente, der gælder for kreditten, er de samme, som gælder ved kreditgivning i forhold til tredjemand.[48] Kun såfremt det er tilfældet, er der tale om en sædvanlig forretningsmæssig situation.

Det er dog ikke tilstrækkeligt, at f.eks. kreditgivning på de aftalte vilkår er sædvanlig for selskabet. Den skal - ifølge forarbejderne - ligeledes være *sædvanlig inden for branchen i almindelighed.* Bestemmelsen må - jf. også udtalelser fra Erhvervs- og Selskabstyrelsen - tage sigte på de tilfælde, hvor der i et selskab er oparbejdet en praksis, der afviger fra den i branchen almindeligt fulgte. Dermed vil man forhindre, at fastlæggelsen af, hvad der skal forstås som en sædvanlig forretningsmæssig disposition, kan variere fra selskab til selskab, selvom selskaberne befinder sig i samme branche. Se eksempelvis en udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 6. juli 1995, hvor styrelsen fastslog, at der var tale om en usædvanlig disposition:

> NN drev virksomhed med salg af tøj i en række butikker. En del af disse butikker var på et tidspunkt blevet lagt ind i et anpartsselskab, mens andre forblev uden for som personlig ejet virksomhed. Der skete mellem butikkerne en del overførsler af varer og kreditorerne blev betalt af den forhåndenværende likviditet, uanset om gælden vedrørte selskabet eller den personligt ejede virksomhed. På denne måde var der opstået en mellemregning mellem selskabet og virksomheden uden for selskabet. Desuden var der hævet løn i selskabet og i virksomheden, med underskud. Mellemregningen blev hvert år forrentet med almindelig bankrente. Imidlertid fandt styrelsen, at der ikke var tale om en normal og sædvanlig disposition *inden for bran-*

---

[46] Afgrænsningen behandles normalt heller ikke særligt indgående af teorien.

[47] En disposition, der udelukkende søger at tilgodese en aktionærs private interesser, ikke erhvervsmæssigt begrundet, jf. f.eks. udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fra 12. februar 1996.

[48] Jf. også f.eks. en udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fra 12. februar 1996.

chen, da man havde givet henstand ud over det sædvanlige. Der var derfor tale om et ulovligt anpartshaverlån.

Man kan diskutere det hensigtsmæssige i *generelt* i forarbejderne at stille krav om, at kreditten skal være sædvanlig inden for branchen i almindelighed. Tilfælde som det refererede ville antageligt på grundlag af en *konkret vurdering* kunne tilsidesættes som omgåelse, da det synes oplagt, at selskabet ikke ville have handlet tilsvarende i forhold til en uafhængig tredjemand. Er det en imidlertid en sædvanlig del af selskabets forretningspolitik at give kunderne en længere kredit end konkurrenterne,[49] bør samme kredit også kunne indrømmes en samhandlende aktionær.

5.1.2. Enkeltstående dispositioner

Som nævnt ovenfor er kreditgivning i samhandelssituationen det klassiske eksempel på en sædvanlig forretningsmæssig disposition. Det vil her typisk være forholdsmæssigt let at konstatere, om dispositionen er sædvanlig, idet man oftest kan sammenligne med tilsvarende dispositioner i forhold til tredjemand. Selskabet kan imidlertid også have interesse i at foretage enkeltstående dispositioner i form af f.eks. lån og sikkerhedsstillelse, som ikke kan karakteriseres som en almindeligt forekommende forretningsmæssig disposition. Dette kan illustreres med følgende eksempel:

Et aktieselskab drev en stor bilforretning fra en ejendom. Beliggenheden af forretningsstedet blev af aktieselskabet anset for en afgørende forudsætning for at fastholde bilforretningens position, som en af landets største. For at bevare beliggenheden erhvervede et kommanditselskab ejendommen. Dette selskab var for 90 %'s vedkommende ejet af hovedaktionæren i aktieselskabet, og for 5 %'s vedkommende af komplementarselskabet - et aps, som var et datterselskab til aktieselskabet. Finansieringen af ejendomskøbet skete delvis gennem en mellemregning med aktieselskabet.

Der er således klart tale om et aktionærlån, som må siges at være forretningsmæssigt begrundet, da det er af væsentlig betydning for selskabet fortsat at kunne drive virksomhed fra den pågældende adresse. Långivningen til selskabet kan derimod næppe betegnes som en sædvanlig forretningsmæssig disposition i den forstand, at den er hyppigt forekommende i selskabet. Dispositionen er dog ikke mere odiøs end almindelig kreditgivning ved samhandel. Spørgsmålet er derfor, om en sådan disposition kan karakteriseres som en sædvanlig forretningsmæssig disposition.

En formålsfortolkning af § 115, stk. 1 taler for, at det forhold, at der er tale om en enkeltstående disposition, ikke automatisk gør dispositionen ulovlig. Sigtet med at undtage sædvanlige forretningsmæssige dispositioner fra forbudet er - som nævnt i afsnit 5.1. - at muliggøre sådanne erhvervsmæssige dispositioner mellem

---

[49] Hvilket kan være et konkurrenceparameter.

en aktionær og selskabet, som også ville være foretaget, såfremt aktionæren havde været en uafhængig tredjemand. Da enkeltstående dispositioner også ville kunne være foretaget i forhold til en uafhængig tredjemand, må de ud fra en formålsfortolkning kunne falde uden for forbudet i § 115, stk. 1.[50] En sådan fortolkning er i overensstemmelse med forarbejdernes ordlyd, såfremt man her forstår "sædvanlighedskriteriet" som et krav om, at långivningen sker på *vilkår, der er fastsat efter sædvanlige forretningsmæssige principper*, det vil f.eks. sige, at lånevilkårene svarer til markedsvilkårene og, at dispositionen er et *led i selskabets forretninger.* Erhvervs- og Selskabstyrelsen anså da også lånet i den pågældende sag som lovligt.[51] Man lagde her vægt på, at aktieselskabet havde en egen erhvervsmæssig begrundet interesse i, at der blev ydet lån til det omhandlede selskab. Man forudsatte endvidere, at *lånevilkårene* for mellemregningen var fastsat ud fra almindelige markedsvilkår samt, at konstruktionen ikke krænkede andre aktionærer eller kreditorer. Det samme er antaget i andre udtalelser fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, f.eks. en udtalelse fra 12. februar 1996:

> "En aktionær ejer en virksomhed, som tænkes udvidet/påtænker at etablere en virksomhed. Virksomhedens erhvervsudøvelse har forbindelse med selskabets (hvori vedkommende er aktionær), og samvirke kan dermed tænkes at indebære en økonomisk fordel for selskabet i form af ny eller forøget samhandel. I et sådant tilfælde kan det være i selskabets interesse at medvirke til finansiering af udvidelsen/etableringen med lån eller sikkerhedsstillelse, som endvidere udfra de ovenfor angivne retningslinjer vil have karakter af en *sædvanlig* forretningsmæssig disposition."

Det er oplagt, at disse enkeltstående dispositioner er langt sværere at håndtere end typiske forretningsmæssige dispositioner som f.eks. kreditgivning, og det er svært at give en samlet karakteristik af disse situationer.[52] På baggrund af aktie- og anpartsselskabslovens bestemmelser, samt en gennemgang af en række udtalelser fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen er det dog muligt at opstille nogle få retningslinjer for, hvilke kriterier, der er afgørende for, om en enkeltstående disposition er en sædvanlig forretningsmæssig disposition, som falder uden for forbudet i § 115, stk. 1.

---

50 En naturlig sproglig forståelse af begrebet sædvanlig synes dog at være, at der skal være tale om normale forretningsmæssige dispositioner. Dette synes også at være det indhold, som Werlauff lægger i begrebet sædvanlig, idet han i sin selskabsret vælger at foretage en opdeling mellem de sædvanlige driftsmæssige dispositioner, som f.eks. kredit i forbindelse med almindelig samhandel og så ikke sædvanlige driftmæssige dispositioner, som f.eks. långivning til en aktionær til køb af en maskine, som han så leaser ud til selskabet. Dispositioner, som han anfører også i praksis - af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen - anses for lovlige, når de *klart er i selskabets interesse*, jf. Selskabsret, 1997, s. 419 f.

51 I en udtalelse af 26. februar 1992.

52 Som også anført af *Werlauff* i Selskabsret, 1997, s. 419 f.

2) *Dispositionen skal være i selskabets egen forretningsmæssige interesse som erhvervsdrivende virksomhed.*

Det følger af forarbejderne, at dispositionen skal være driftsmæssigt begrundet, jf. ovenfor afsnit 5.1. I relation til de enkeltstående dispositioner betyder det, at selskabet skal have en *egen forretningsmæssig interesse* i dispositionen. Heri ligger, at dispositionen må forventes at indebære klare fordele for selskabet eller er nødvendig for at opretholde status quo, jf. f.eks. en udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 11. april 1994:

> Her var der rejst et spørgsmål om, hvorvidt selskabet kunne stille sikkerhed for et realkreditlån i en ejendom ejet af hovedaktionæren. Problemet var, at Realkreditrådet typisk forlangte, at en del af realkreditlånene blev overført til selskabet for at undgå overtrædelse af forbudet mod aktionærlån. Denne praksis havde nogle uheldige stempelmæssige konsekvenser. Af denne årsag - og af skattemæssige årsager - ønskede anpartshaveren at bibeholde lånene i personligt regi. Hertil udtalte Erhvervs- og Selskabsstyrelsen bl.a. "...Indledningsvis skal anføres, at de pågældende anpartshaveres eventuelle stempelmæssige problemer og skattemæssige ulemper ved at overholde lovens krav ingen indflydelse kan have på bedømmelsen.
>
> I overensstemmelse med lovmotiverne anerkendes sædvanlige, forretningsmæssige mellemværender. Det er i det mindste en betingelse for, at dispositionen kan være forretningsmæssig, at sikkerhedsstillelsen klart er af fælles erhvervsmæssig interesse for driftsselskabet som selvstændigt selskab og for landmanden.
>
> Sikkerhedsstillelsen skal derfor være erhvervsmæssigt begrundet og sædvanlig for både selskabet og branchen i almindelighed.
>
> I det omfang selskabet som en forsvarlig forretningsmæssig disposition i egen interesse ville have indgået den pågældende lejeaftale, vil en aftale om selskabets sikkerhedsstillelse for anpartshaver formentlig kunne indgås, hvis selskabet får *klare fordele ved at være lejer i netop anpartshavers ejendom.* Dette skal ses i forhold til alternative muligheder, således at selskabet også ville have indgået på denne aftale, hvis det ikke have været under anpartshaverens bestemmende indflydelse.
>
> Lejekontraktens indhold skal derfor have de vilkår, der for sammenlignelige brancher er forretningsmæssige begrundet i selskabets interesse med hensyntagen til rimeligt vederlag til selskabet for dets indgåelse i risiko og reduktionen i dets egne finansieringsmuligheder.
>
> Der skal også tages fornødent hensyn til selskabets interesser i tilfælde af lånets misligholdelse, herunder en forsvarlig afvikling af selskabets mellemværende med anpartshaver.
>
> Det forudsættes, at det til grund for sikkerhedsstillelsenliggende lån skal afvikles på sædvanlig måde og som forudsat i aftalen, således at selskabets kredit ikke forlænges unødvendigt. ..."

Långivning eller sikkerhedsstillelse, som alene tilgodeser anpartshaveren/aktionærens personlige/private interesser vil altid være ulovlige, jf. f.eks. en udtalelse fra 29. januar 1997:

> Et erhvervsdrivende interessentskab, som var ejet af en række fysiske personer, ønskede at lave en form for koncernopsplitning med henblik på intern factoring.

Man stiftede derfor et 100 %-ejet datterselskab - et anpartsselskab - som skulle tjene som factoringselskab for "moderselskabet". Da "moderselskabet" ikke var et aktie- eller anpartsselskab, var der imidlertid ikke tale om en koncern i aktie- eller anpartsselskabslovens forstand, hvorfor factoringselskabet ikke var et egentlig datterselskab, men et selskab med en anpartshaverkreds bestående af fysiske personer, som i kraft af fakturabelåningen, som skulle ske via factoringselskaber, løbende ville være i låneforhold til factoringselskabet. Man forespurgte Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og denne konstruktion ville være i strid med apl § 49, stk. 1. Det bekræftede Styrelsen med bl.a. følgende begrundelse: "...Hensigten med hele dispositionen er at oprette en virksomhed udelukkende med det vedtægtsmæssige formål at medvirke ved fakturabelåningen i relation til den af anpartshaveren drevne virksomhed, som medfører, at der opstår lån til anpartshaveren. I de afgørelser, hvor Styrelsen har statueret dispositioner, der er erhvervsmæssigt begrundet og er sædvanlige både for selskabet og inden for branchen i almindelighed, er der tale om en enkeltstående transaktion mellem selskabet og selskabsdeltageren, og ikke formålet med hele konstruktionen, som det er tilfældet i ovennævnte situation...Det er tvivlsom, om ikke dispositionen *udelukkende søger at tilgodese anpartshavernes personlige/private interesse*, idet anpartshaverne via Selskab I/S ubegrænset kan trække på konti udenom udbyttereglerne i selskabslovene svarende til udlån direkte fra selskabet til anpartshaverne..."

I en udtalelse af 11. april 1994 anførtes i en anden sag vedrørende en fast ejendom, at "*...pågældende anpartshavers eventuelle stempelmæssige problemer og skattemæssige ulemper ved at overholde lovens krav ingen indflydelse kan have på bedømmelsen.*"

Selskabet og aktionæren kan dog have en *fælles interesse* i dispositionen. Forretningsmæssige dispositioner er netop karakteriseret ved, at *begge parter* har en *interesse* i dispositionen. Se f.eks. en udtalelse fra 13. juli 1992:

Et selskab drev virksomhed med produktion og salg af trævareartikler. Virksomheden blev drevet fra en lejet ejendom, som selskabet lejede af en hovedaktionær i selskabet. Ejendommen anvendtes alene og fuldt ud af selskabet. Udlejeren - hovedaktionæren - udvidede og ombyggede ejendommen for at imødekomme selskabets behov for indretning og yderligere plads. Byggeomkostningerne blev i første omgang finansieret gennem et byggelån i hovedaktionærens pengeinstitut. Man ønskede nu at indfri lånet med et lån, som selskabet ydede til hovedaktionæren på sædvanlige markedsvilkår svarende til vilkårene for langfristet bankfinansiering. Der var således tale om et aktionærlån, men styrelsen antog, at lånet var lovlig med følgende begrundelse: "...Den af Dem beskrevne disposition vil efter styrelsens opfattelse kunne anses for en sædvanlig forretningsmæssig disposition, hvis selskabet ville have foretaget den, selvom det ikke var underlagt låntagerens bestemmende indflydelse, fordi dispositionen var i selskabets egen forretningsmæssige interesse som erhvervsdrivende virksomhed. Det må således forudsættes, at lånet ikke påvirker selskabets erhvervsmæssige drift nødvendige likviditet og finansieringsmuligheder. Ligeledes forudsættes, at selskabet har egen interesse i lejemålet, herunder at dette er fastsat med gunstigere vilkår end alternativt mulige lejevilkår. Endelig må dispositionen i det hele være forsvarlig i selskabets egen forretningsmæssige interes-

se. Styrelsen har i sagen lagt vægt på, at der er en *væsentlig fælles interesse* for låntageren og selskabet i lånet til det omhandlede formål."

Der lægges ofte i administrativ praksis særlig vægt på, om selskabet ved disposionen opnår en *særlig* fordel/gunstig stilling i forhold til, hvad selskabet kunne have opnået ved tredjemand. F.eks. at selskabet, der yde lån til en ombygning af en ejendom, som de lejer af aktionæren, opnår mere favorable lejevilkår hos aktionæren, end de ville have opnået hos tredjemand. I en udtalelse af 13. juli 1992, som er refereret ovenfor, anføres det: "...Ligeledes forudsættes, at selskabet har egen interesse i lejemålet, herunder *at dette er fastsat med gunstigere vilkår end alternativt mulige lejevilkår."* I en anden udtalelse af 2. juni 1993 anføres det: "...Ligeledes forudsættes, at selskabet har en egen interesse i lejemålet, *fordi dets aktiviteter ikke ville kunne ske i andet lejemål eller med en anden ejer af ejendommen uden forholdsmæssige meromkostninger eller uden sådanne favorable vilkår for lejemålet, der måtte være indgået i selskabets interesse."* Disse udtalelser er udtryk for, at vilkårene skal afspejle et rimeligt vederlag til selskabet for dets indgåelse i risiko og reduktionen i dets egne finansieringsmuligheder. Der synes således at blive krævet en ekstra fordel ud over forrentningen af lånet. En sådan særlig fordel vil selvsagt være et stærkt indicium for, at der er tale om en sædvanlig forretningsmæssig disposition, som falder uden for § 115, stk. 1. Det synes imidlertid betænkeligt, såfremt man opstiller et generelt krav herom. Rentens størrelse fastsættes på grundlag af forskellige faktorer, herunder den risiko, der er forbundet med lånet. Det er derfor ikke indlysende, hvorfor selskabet skal indrømmes andre økonomiske fordele end markedsrenten. Kravet om, at långivningen skal være sædvanlig og forsvarlig jf. nedenfor, sikrer, at selskabet ikke yder lån, såfremt selskabets økonomiske stilling ikke tillader det. Herudover kan loyale ikke-økonomiske faktorer spille en væsentlig rolle ved beslutningen om f.eks. at låne aktionæren penge til ombygning af ejendommen i stedet for at flytte. Virksomheder vil gøre meget for at undgå besværet med at finde et nyt egnet lejemål og undgå besværet ved selve flytningen. Desuden kan tillidsforholdet til aktionæren betyde noget, uden at dette kan betegnes som odiøst. Kan man vælge at indgå en aftale med en, man kender og har tillid til, vil man gøre det. Ofte vil man endda være villig til at betale en lille merpris herfor. Det synes ikke at være i overensstemmelse med forarbejdernes ordlyd, såfremt man i en sådan situation i praksis kommer til at stille krav om, at selskabet i stedet handler med tredjemand, heller ikke i forbindelse med enkeltstående dispositioner. Det afgørende må være, om der er tale om en erhvervsmæssigt begrundet disposition, om selskabet ville have ydet lånet, selvom der var tale om en uafhængig tredjemand jf. nedenfor og om udlånet/sikkerhedsstillelsen sker på markedsvilkår, samt selvfølgelig at dispositionen er forsvarlig jf. nedenfor.

2) *Selskabet ville have foretaget dispositionen, selv om selskabet ikke var underlagt hovedaktionærens bestemmende indflydelse.*

Dette krav synes at hænge tæt sammen med kravet om egen forretningsmæssig interesse, jf. ovenfor. Såfremt selskabet ikke ville have foretaget dispositionen i

forhold til en tredjemand, taler det for, at dispositionen ikke primært er begrundet i selskabets egen forretningsmæssige interesse.

3) *Dispositionen skal i det hele være forsvarlig.*
Selvom långivningen til en aktionær har karakter af en sædvanlig forretningsmæssig disposition, kan selskabet være afskåret fra at yde lånet, såfremt dispositionen ikke er forsvarlig.

Kravet om forsvarlighed følger af aktie- og anpartsselskabsloven og gælder generelt og ikke kun ved dispositioner i forhold til ledelse og aktionærer.

I 1930-loven fulgte det direkte af aktieselskabsloven, at bestyrelsen skulle lede selskabet på forsvarlig måde. I dag fremgår kravet om forsvarlig ledelse f.eks. af AL § 54, stk. 1, ifølge hvilken bestyrelsen skal sørge for en forsvarlig organisation og af § 54, stk. 3 fremgår det, at bestyrelsen skal sørge for, at selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt i forhold til selskabets drift, og den skal desuden påse, at formueforvaltningen kontrolleres på en efter selskabets forhold tilfredsstillende måde. Direktionen skal påse, at formueforvaltningen foregår på betryggende måde. Det fremgår direkte af forarbejderne til 1973-loven, at bestyrelsens og direktionens pligter med hensyn til formueforvaltningen også omfatter *aktivernes forsvarlige anbringelse.*[53] Bestyrelsen må derfor ikke yde lån, såfremt långivningen må anses for uforsvarlig. Det kan f.eks. være uforsvarligt at yde et usikret lån, såfremt låntageren er usolid. På samme måde vil det være uforsvarligt at yde lån, såfremt långivningen i for høj grad belaster selskabets likviditet. Endeligt kan långivningen være uforsvarlig, såfremt selskabet kunne have opnået en klart bedre forrentning af kapitalen ved at placere pengene på anden måde f.eks. ved investering i obligationer eller lignende.[54] Som følge heraf pointeres det også i udtalelserne fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, at långivningen er lovlig under forudsætning af, at *udlånet ikke påvirker den for selskabets erhvervsmæssige drift nødvendige likviditet og finansieringsmuligheder.* I en udtalelse fra 29. juli 1996 gik Erhvervs- og Selskabsstyrelsen direkte ind og anbefalede et selskab, at det stillede sikkerhed for et lån i stedet for selv at yde lånet. Man anførte:

> "Ved sikkerhedsstillelse vil selskabets likviditet ikke blive belastet på samme måde som ved et lån. Selskabets kreditor vil således være bedre stillet ved at selskabet stiller sikkerhed i stedet for at yde lån. Styrelsen forstår dog deres brev af 18. juni således, at der kan være vanskeligheder med at opnå finansiering udefra. ..."

4) *Lånet må ikke krænke de øvrige aktionærer.*

---

[53] Jf. Betænkning 1969:540, s. 104.

[54] Jf. også *Hasselager* i Juristen 1977, s. 314. Forrentningen kan dog også ligge i, at selskabet opnår andre fordele, f.eks. en gunstigere lejekontrakt end selskabet kunne opnå ved at leje sig ind i en ejendom ejet af en tredjemand, jf. eksemplerne i afsnit 5.1.2.

Der gælder en selskabsretlig lighedsgrundsætning, som i aktie- og anpartsselskaber er kodificeret i §17 (apl § 14). Såfremt långivningen eller sikkerhedsstillelsen vil krænke lighedsgrundsætningen, er den ulovlig, medmindre de, hvis retsstilling forringes samtykker, jf. princippet i § 17 (apl § 34, stk. 3 vedrørende vedtægtsændringer).

Kravet om, at der skal være tale om en sædvanlig forretningsmæssig disposition, medfører som udgangspunkt, at eventuelle lån til aktionærer eller ledelse skal ydes på sædvanlige markedsvilkår. Der vil derfor sjældent kunne blive tale om en krænkelse af lighedsgrundsætningen. Ved et datterselskabs lån til et moderselskab efter § 115 a, kan der dog være tale om brud på lighedsgrundsætningen, såfremt der findes en minoritet i datterselskabet, jf. afsnit 6.1.1.

5) Skattemæssige overvejelser

Som anført ovenfor i afsnit 2 havde indførelse af aktionærlånsforbudet både i Danmark og Sverige også en skattemæssig begrundelse. Ved at yde lån til en aktionær på gunstige vilkår flyttes der reelt indkomst over fra selskabet til aktionæren, hvorved de almindelige regler om dobbeltbeskatning ved f.eks. udbytte sættes ud af kraft.[55] Forbudet mod aktionærlån skulle dæmme op for dette.

I tråd hermed anføres det ofte i udtalelserne fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, at det er en forudsætning for lånets lovlighed, at arrangementet ikke har til formål at omgå beskatningen ved, at hovedaktionæren unddrager sig beskatning.[56]

Meget taler dog for, at der ved en vurdering af, om der er tale om en sædvanlig forretningsmæssig disposition alene tages udgangspunkt i en selskabsretlig vurdering efter § 115. Såfremt et lån fra selskabets side er erhvervsmæssigt begrundet, långivningen er forsvarlig og foregår på sædvanlige markedsvilkår og ikke krænker andre aktionærer mv., må dispositionen som udgangspunkt være lovlig selskabsretlig, selvom låntageren alene går ind i aftalen af skattemæssige årsager. Det må så være op til skattemyndighederne at vurdere, om dispositionen også holder skattemæssigt.[57]

5.2. Lån til medarbejderens erhvervelse af aktier i selskabet

Som anført i afsnit 4 gælder forbudet mod aktionærlån uanset hvor lille en aktieandel, aktionæren ejer og uanset om aktionæren er indehaver af "almindelige" aktier eller medarbejderaktier. Det får den konsekvens, at en medarbejderaktionær, der har tegnet/erhvervet medarbejderaktier som udgangspunkt er omfattet af forbudet. Ifølge § 115 a, stk. 2, finder forbudet i § 115, stk. 1 og 2 (apl § 49, stk. 1 og

---

[55] Jf. FT 1981-82, tillæg A, sp. 2883 ff og f.eks. *Krüger Andersen:* Aktie- og anpartsselskabsret, 5. udg. 1997, s. 205.

[56] I en udtalelse fra 29. juli 1996 anføres det f.eks. "Ydermere er det en forudsætning, at arrangementet ikke har til formål at omgå lovgivningen ved ar hovedaktionæren unddrager sig beskatning."

[57] Til støtte herfor kan anføres, at det i SOU 1997:168, s. 16 anføres, at reglerne i aktieselskabsloven bør udformes uden hensyn til skattemæssige hensyn.

2) dog ikke anvendelse på dispositioner foretaget med henblik på erhvervelse af aktier eller anparter af eller til medarbejderne.[58] Selskabet må dog alene anvende beløb hertil i det omfang, hvori selskabets egenkapital overstiger det beløb, der ikke kan anvendes til uddeling af udbytte.

Bestemmelsen medfører, at medarbejderaktionærer kan få lån både i forbindelse med første aktietegning, men også ved følgende aktietegninger i og med § 115 a, stk. 2 undtager fra både § 115, stk. 1 og § 115, stk. 2.

Undtagelsen forudsætter ifølge forarbejderne,[59] at finansieringen er led i en generel medarbejderordning og altså ikke alene ydes til nogle få medarbejdere. Det defineres ikke nærmere, hvornår der er tale om en generel ordning, men antageligt betyder det, at den som udgangspunkt skal rette sig mod samtlige medarbejdere. Der må dog kunne knyttes "objektive" betingelser til lånetilbuddet, f.eks. 1 års ansættelse i selskabet. I Sverige følger det af § 12-7, at ordningen blot skal rette sig mod mindst halvdelen af de ansatte.[60]

6. Personkredsen omfattet af forbudet

Som nævnt ovenfor er formålet med § 115, stk. 1 at sikre kreditorerne mod, at der ydes lån, som ikke tilbagebetales. Forbudet skal derfor omfatte den personkreds, som man skønner kan have mulighed for at udnytte deres stilling på en for selskabet og kreditorerne ugunstig måde. Ifølge § 115, stk. 1 må der ikke ydes lån til eller stilles sikerhed for "*aktionærer, anpartshavere, bestyrelsesmedlemmer eller direktører samt disses nærtstående*". Desuden omfatter forbudet også lån til aktionærer, anpartshavere, bestyrelsesmedlemmer og direktører i selskabets moderselskab, men ikke lån til moderselskabet som sådan jf. § 115 a, stk. 1, jf. afsnit 6.1.1.[61]

Efter sin formulering forbyder bestemmelsen *ydelse* af lån mv[62] til den omfattede personkreds. Det betyder, at det afgørende for, om en person er omfattet af §

---

[58] Begrebet arbejdstagere omfatter her ikke direktører.

[59] FT 1981-82, tillæg A sp. 2884.

[60] Lånet skal dog være tilbagebetalt efter 5 år. Bestemmelsen indeholder yderligere krav, som ikke skal gennemgås her. Der kan henvises til gennemgangen i *Kedner/Roos/Skog*: Aktiebolagslagen Del II (1996), s. 135 ff.

[61] Selskabet må heller ikke yde lån til selskabets revisor,og det gælder ifølge årsregnskabslovens § 61 d, stk. 3, også selskaber inden for sammen koncern.

[62] Lån er ydet på tidspunktet for indgåelse af låneaftalen. I relation til sikkerhedsstillelse må sikkerheden anses for stilles, når den, overfor hvem sikkerhedsstillelsen finder sted, har modtaget eller kommet til kundskab om, at selskabets tilsagn om sikkerhedsstillelse, jf. *Heiselberg*: Revision & Regnskabsvæsen nr. 12/1988, s. 31.

115, stk. 1 (§ 49) er forholdene på lånetidspunktet.[63] Et lån, der ydes til en person, der først *efterfølgende* bliver omfattet af den persongruppe, som er opregnet i § 115, stk. 1, er lovlig, medmindre der er tale om omgåelse.[64] Det forhold, at det er låntagers status på långivningstidspunktet, der er afgørende for lånets lovlighed medfører en åbenbar risiko for omgåelse. Som anført af *Heiselberg*[65] kan en aktionær, bestyrelsesmedlem etc., der påtænker at optage en lån i selskabet, inden endelig låneaftale indgås, sælge sine aktier, opgive sin bestyrelsespost etc., således at han på det relevante tidspunkt er uden tilknytning til selskabet. Efter lånets effektuering generhverver han så sine aktier, vælges til bestyrelsen etc. Formelt er konstruktionen ikke i strid med aktionærlånsforbudet, men reelt er der klart tale om en omgåelse, hvis hele konstruktionen er tilrettelagt med henblik på at opnå et aktionærlån. Et indicium for, om dette er tilfældet er, om der alene er tale om en midlertid erhvervelse af låntagers aktier med begrænsninger i adgangen til at råde over dem, f.eks. i form af en genkøbsklausul, eller om erhververen har haft en ejers fri rådighed over aktierne. Alene det faktum, at en storaktionær sælger sine aktier, opnår et lån og derefter erhverver aktier igen vil være et forhold, som peger kraftigt i retning af omgåelse. I realiteten vil omgåelse antageligt alene være aktuel ved hovedaktionærer, som er i stand til at beslutte långivning og vilkår for lånet.[66]

6.1. Aktionæren

Aktionærer eller *anpartshavere* i selskabet eller et moderselskab til dette er omfattet af forbudet. Forbudet omfatter både aktionærer og anpartshavere i form af fysiske personer samt selskaber.[67] Et datterselskab kan dog lovligt yde lån til et moderselskab, jf. § 115 a, stk. 1, som er omtalt nedenfor.

Forbudet gælder uanset, om selskabet ved, at den pågældende låntager er aktionær eller ej, hvilket kan give anledning til problemer. I selskaber, hvor der er ud-

---

[63] Jf. f.eks. *Rosenberg/Sneholt/Thomsen*: Aps'-loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 202 og *Hasselager* i Revision & Regnskabsvæsen nr. 8/1977, s. 306. I 1930-loven fulgte det af en særbestemmelse i § 45 a, stk. 2, at erhvervede en person, der var låntager i selskabet, aktier i dette, skulle selskabet opsige lånet med det kortest mulige varsel. Dette gjaldt dog kun, såfremt låntageren havde erhvervet aktierne ved almindeligt køb, men ikke såfremt aktierne f.eks. var erhvervet ved arv, jf. også *Gomard* i Juristen 1969, s. 26. Denne særbestemmelse blev ikke overført til 1973-loven.

[64] Til gengæld kan et ulovlig aktionærlån ikke lovliggøres ved at en person, der er omfattet af låneforbudet på långivningstidspunktet, opgiver sin status ved at sælge sine aktier eller udtræder af bestyrelsen, jf. FT 1981-82, tillæg A sp. 2884.

[65] Revision & Regnskabsvæsen nr. 12/1988, s.32-33.

[66] Jf. *Heiselberg*: Revision & Regnskabsvæsen nr. 12/1988, s. 33. Som anført af *Thomsen* i Justitia nr. 12/1992, s. 43 vil der ofte foreligge en *indforstået* aftale mellem aktionæren og erhververen af aktierne, således at den "open market operation", som omtales hos Heiselberg på forhånd vil være udelukket.

[67] Jf. f.eks. *Sneholt & Thomsen*: A/S-loven med kommentarer, 19xx, s. xx.

stedt ihændehaveraktier, vil aktionærens[68] identitet sjældent være selskabet bekendt.[69]

Man opnår status som aktionær på tidspunktet for indgåelse af aftalen om aktiekøbet. Ved tegning af aktier er proceduren den, at investor ved sin underskrift på tegningslisten afgiver et *bindende* tilbud til selskabet om at ville tegne aktier. Selskabet er imidlertid ikke forpligtet til at acceptere dette tilbud, jf. AL § 8. En persons status som aktionær synes derfor først at være opnået, når aftalen om aktietegning er endelig, medmindre dette må anses for en formssag f.eks. fordi stifteren tegner hele kapitalen.

Før 1973-ændringen af loven omfattede forbudet alene aktionærer i form af fysiske personer. Man overvejede allerede i forbindelse med 1952-loven, om den også skulle gælde for juridiske personer, der ejede aktier i det långivende selskab, men bestemte sig som sagt for, at den alene skulle omfatte fysiske personer. I bemærkningerne[70] anførtes:

> "... "nogen" og personer i § 45 a og § 45 b vil tilkendegive, at forbudet mod i almindelige selskaber at yde aktionærlån kun gælder lån til fysiske personer, mens pligten til at optage aktionærlån som en særlig post i regnskabet gælder ethvert lån ydet aktionærerne uanset om de er fysiske eller juridiske personer. Et selskab, hvis aktier ikke var noteret på børsen, kunne således ifølge forarbejderne lovligt yde lån til andre selskaber.... "

Når man begrænsede forbudet til fysiske personer var det for at tillade lån mellem moder- og datterselskaber og søsterselskaber.[71]

I betænkning 1969:540 diskuterede man, om man skulle udvide forbudet til også at omfatte lån mellem koncernforbundne selskaber, idet der ved lån fra et datterselskab til et moderselskab er risiko for misbrug. Man anførte imidlertid s. 130-131, at misbrug hidtil ikke havde været konstateret, og at sådanne lån normalt måtte antages at være baseret på berettigede økonomiske hensyn. På denne baggrund fandt kommissionen det forsvarligt indtil videre at holde mellemværende mellem moder- og datterselskaber, eller mellem søsterselskaber uden for låneforbudet.

6.1.1. Lån til et moderselskab - § 115 a, stk. 1

---

[68] Det gælder selvsagt i endnu højere grad med hensyn til moderselskabets aktionærer eller anpartshavere, jf. *Thomsen* i Justitia nr. 5/1992, s. 48 f.

[69] Kun en storaktionær, som skal give meddelelse om sin aktiebesiddelse i medfør af AL § 28 a eller som har ladet sig notere på navn i aktiebogen for at få tilsendt indkaldelse til generalforsamling mv., jf. § 73, stk. 2, vil være kendt. Selv storaktionærer, som skal lade sig notere i storaktionærfortegnelsen kan til en vis grad forblive anonyme ved at anvende en nominee-ordning, jf. også *Thomsen* i Justitia nr. 5/1992, s. 48.

[70] RT 1951/51, tillæg B, sp. 2179.

[71] Jf. RT 1951/51, tillæg B, sp. 2177 ff. Se også om bestemmelsen *Gomard* i Juristen 1977, s. 27-28.

Selvom *aktionærer* i dag også omfatter juridiske personer, er koncernlån altså fortsat tilladt, jf. undtagelsesbestemmelsen i § 115 a, stk. 1.

> "§ 115, stk. 1, 1. pkt. finder ikke anvendelse på lån til et moderselskab og sikkerhedsstillelse for et moderselskabs forpligtelser."[72]

Når man har undtaget koncernlån, skal det ses i sammenhæng med hele koncernideen. Koncerner opererer ofte ud fra hensynet til koncernen som helhed. Dette medfører bl.a et behov for, at koncernen kan styre selskabets likviditet så hensigtsmæssigt som muligt, og at datterselskaberne i koncernen i den forbindelse kan yde lån til et moderselskab.[73] Man har derfor også undtaget koncernlån fra forbudet for at muliggøre normale og forsvarlige dispositioner inden for en koncern. Med samme begrundelse er koncernlån også i f.eks. Norge og Sverige undtaget fra låneforbudet.[74]

Da § 115, stk. 1 allerede tillader lån til en aktionær, såfremt der er tale om sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, jf. afsnit 5.1., må § 115 a stk. 1, såfremt den skal have en selvstændig betydning, fortolkes således, at den tillader lån fra et datterselskab til et moderselskab, som nok er i koncernens interesse, men hvor lånet ikke kan siges at udgøre en direkte driftsmæssig fordel for datterselskabet.[75]

§ 115 a, stk. 1 undtager ifølge sin ordlyd lån mv. til et moderselskab. Ifølge koncerndefinitionen[76] i aktie- og anpartsselskabsloven § 2 er der i selskabsretlig henseende alene tale om en koncern, såfremt moderselskabet er et aktie- eller an-

---

[72] Undtagelsesbestemmelsen i § 115 a er alene en undtagelse fra § 115, stk. 1, og altså ikke til forbudet mod selvfinansiering i § 115, stk. 2.

[73] Som led i denne likviditetsstyring tilbyder flere af de store pengeinstitutter såkaldte koncernkonti, som har til formål at yde bistand med den interne likviditetsforvaltning, jf. Revision & Regnskabsvæsen nr. 3/1998, s. 51. Konceptet kan variere, men typisk vil der være tale om, at moderselskabet opretter en konto i pengeinstituttet i selskabets navn. Andre selskaber i koncernen kan så indsætte midler på kontoen, herunder anvise denne til brug for indbetalinger. Selskaberne kan endvidere i henhold til en fuldmagt disponere over koncernkontoen inden for det kreditmaksimum, der gælder for denne. Som anført i Revision & Regnskabsvæsen s.s. er koncernkontoen suppleret med et antal koncerninterne mellemregningskonti. De enkelte koncernselskabers posteringer på koncernkontoen sker via disse mellemregningskonti. Disse konti er et hjælperedskab ved koncernens egen styring af mellemregningen med de enkelte selskaber, og de dækker således ikke over indlån til eller udlån fra banken. Se også *Gomards* artikel "Kapitalen i aktie- og anpartsselskaber" i denne bog.

[74] Se om svensk ret f.eks. *Kedner/Roos/Skog*: Aktiebolagslagen Del II (1996), s. 130 og vedrørende norsk ret f.eks. *Mads Henry Andenæs:* Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper (1998), s. 356, samt *Giertsen*: Selskapsfinansierte aksjeerverv (1996), s. 110 ff.

[75] Jf. f.eks. *Krüger Andersen*: Studier i dansk koncernret, 1997, s. 598 f. Såfremt der ydes et favorabelt lån til moderselskabet, kan der blive tale om skattemæssig korrektion, jf. om arm's length princippet *Werlauff*: Selskabsskatteret, 1994, s. 362 ff.

[76] Se om koncernbegrebet *Krüger Andersen:* Studier i dansk koncernret, 1997, s. 329ff, *Werlauff:* Koncernretten, 1996, s. 15 ff, *Friis Hansen*: Europæisk koncernret, 1996, d. 308, og *Gomard* i Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, 1997, s. 78 ff.

partsselskab. Som anført af *Gomard*[77] kunne meget tale for en udvidende fortolkning, således at undtagelsen også omfattede lån til andre "moderseskaber" med begrænset ansvar end aktie- og anpartsselskaber, men ordlyden af § 115 a, stk. 1, støtter ikke en sådan udvidende fortolkning. Det gør forarbejderne heller ikke, tværtimod anføres det i betænkning 1969:540, s. 56, at der i det nordiske samarbejde har været enighed om, at samme koncernbegreb skal anvendes i alle tilfælde, hvor koncernregler skal anvendes.

Selvom § 115 a, stk. 1 tillader koncernlån, betyder det ikke, at ledelsen i et datterselskab ukritisk kan yde lån til moderselskabet. Datterselskabets ledelse skal lede selskabet forsvarligt, og yder ledelsen f.eks. et usikret lån til et usolidt moderselskab, vil ledelsen kunne ifalde et erstatningsansvar, såfremt selskabet eller kreditorerne lider tab.[78] Ved ikke-helejede datterselskaber vil et lån til moderselskabet på favorable vilkår, kunne være i strid med lighedsgrundsætningen, samt selskabslovenes bestemmelser om udbyttebetalinger i datterselskabet.[79]

6.1.1.1. Datterselskabers lån til et udenlandsk moderselskab

Et andet spørgsmål er, om undtagelsen også omfatter et datterselskabs långivning til et *udenlandsk* moderselskab. Lovgivningen indeholder ingen bestemmelser, der fastlægger, hvorvidt koncernreglerne i selskabslovgivningen skal anvendes, når et dansk indregistreret aktie- eller anpartsselskab indgår i en koncern, hvor et eller flere selskaber er udenlandske.

Spørgsmålet er i første omgang, om et udenlandsk selskab kan være moder- eller datterselskab i relation til den danske selskabslovgivning. Forarbejderne forudsætter, at et udenlandsk datterselskab omfattes af koncernreglerne,[80] mens den omvendte situation, hvor der er tale om et udenlandsk moderselskab ikke er omtalt. Det er ikke i teorien enighed om, hvorvidt det betyder, at selskabslovene finder anvendelse på et udenlandsk moderselskab, således at et datterselskab kan yde lån til sit udenlandske moderselskab jf. § 115 a, stk. 1. *Werlauff*[81] har i relation til koncerner, hvor moderselskabet er et udenlandsk aktie- eller anpartsselskab anført, at dansk selskabsrets koncernregler generelt ikke finder anvendelse, medmindre der er særlige indicier herpå i lov eller forarbejder, hvilket yderst sjældent er tilfældet. Werlauff anfører, at denne retsstilling udgør en forskelsbehandling af

---

77 I Aktieselskaber og anpartsselskaber, 1996, s. 316.

78 Om pligten til at lede selskabet forsvarligt kan henvises til afsnit 5.1.2. nr. 3.

79 Jf. *Werlauff*: Selskabsret, 1997, s. 416 f, *Krüger Andersen*: Studier i dansk koncernret, 1997, s. 494-495 og s. 598 f.

80 Jf. betænkning 1969:540, s. 57.

81 I f.eks. *Werlauff*: Selskabsret, 1997, s. 101 ff. Se også *Werlauff* i Juristen 1991, s. 123 ff, og samme sammen med *Engsig Sørensen* i TfR 1991, s. 246 ff, samt samme forfattere i U 1992 B. s. 8 ff.

det udenlandske moderselskab, som er i strid med EF-traktaten.[82] *Werlauff* og *Engsig Sørensen* mener, at Traktatens bestemmelser om etableringsrets direkte anvendelighed må medføre, at et udenlandsk moderselskab kan påberåbe sig § 115 a. De anfører, at det er diskriminerende, og dermed i strid med EF-Traktatens regler om fri etableringsret, såfremt et udenlandsk moderselskab afskæres fra den ret, som et dansk moderselskab har, til at modtage lån fra et dansk datterselskab.[83] *Boye Jacobsen*[84] indtager det modsatte standpunkt, nemlig at koncernreglerne *er* anvendelige, selvom moderselskabet er et udenlandsk aktie- eller anpartsselskab, idet lovene ikke sondrer mellem danske og udenlandske moderselskaber. Når Boye Jacobsen alligevel mener, at et udenlandsk moderselskab ikke kan optage lån i sit danske datterselskab, skyldes det, at princippet om koncernreglernes anvendelighed må begrænses af praktiske hensyn samt af dansk international privatrets grundsætninger. De IP-retlige grundsætninger fortrænges efter Boye Jacobsens opfattelse ikke af etableringsretten. Endeligt antager *Krüger Andersen,*[85] at selskabslovene som udgangspunkt alene finder anvendelse på danske selskaber. Det betyder dog ikke, at ingen af koncernreglerne finder anvendelse på udenlandske moderselskaber. Han mener ligesom *Engsig Sørensen*[86] og også *Gomard,*[87]at spørgsmålet om udenlandske koncernselskabers stilling må afgøres på grundlag af en fortolkning af de *enkelte* lovregler.[88] Gomard mener i tråd med Engsig Sørensen, at det er diskriminerende, såfremt et udenlandsk moderselskabet ikke i relation til koncernlån sidestilles med et dansk moderselskab.[89] Det synes således i teorien - omend med forskellige begrundelser - at være den overvejende opfattelse, at koncernlån også er/skal være tilladt i forhold til et udenlandsk moderselskab.

Denne opfattelse har også støtte i svensk ret. Den svenske aktiebolagslag indeholder et forbud mod aktionærlån. Forbudet i aktiebolagslagen omfatter ikke lån til koncerner, i hvilke det långivende selskab indgår. Det svenske koncernbegreb omfatter alene svenske selskaber. Det havde på grundlag heraf hidtil været anta-

---

82 Jf. f.eks. U 1992. B. s. 8 ff. Dette synspunkt synes dog senere at være blødet lidt op i f.eks. *Werlauff:* Selskabsret, 1997, s. 101 ff. *Rosenberg/Sneholt/Thomsen* antager i Aps'-loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 209, at selskabslovene generelt ikke finder anvendelse på udenlandske moderselskaber.

83 Jf. *Engsig Sørensen:* Juristen nr. 10/1997, s. 432 ff.

84 I f.eks. U 1992 B. s. 180 ff.

85 I Studier i dansk koncernret, 1997, s. 350.

86 Juristen nr. 10/1997, s. 437f.

87 Aktieselskaber & anpartsselskaber, 1996, s. 27 f.

88 Bl.a. under hensyn til almindelige regler om selskabslovenes territoriale rækkevidde, og efter dansk rets internationale selskabsret, jf. f.eks. også *Boye Jacobsen* i U 1992. B. s. 180 ff og i samme retning *Gomard:* Aktieselskaber og anpartsselskaber, 1996, s. 25 ff.

89 *Gomard* går i sin artikel i denne bog "Kapitalen i aktie- og anpartsselskaber" et skridt videre og vil også tillade udlån til moderselskaber i USA, Japan og andre lande uden for EU.

get, at koncernlån ikke er lovlige, når de ydes til fordel for et udenlandsk moderselskab. I en regeringsbeslutning fra 1995 vedrørende et norsk moderselskabs mulighed for at optage lån fra sine svenske datterselskaber på samme vilkår som et svensk moderselskab, statueredes det imidlertid, at denne retstilstand er i strid med EØS-aftalens art. 31, der svarer til EF-Traktatens art. 52. Man udtalte:

> "I det nu aktuelle fallet får låneförbudet till effekt att lån inte kan lämnas til det norska "moderbolaget" på det sätt som hade varit möjligt om bolaget hade varit svenskt. Den "koncernmässiga likviditetshantering" som beskrivs i ansökan och som får antas vare av värde för det noska bolaget går inte att genomföra. Det medför att det norska bolaget inta har möjlighet att driva versamhet i Sverige genom dotterbolag på samma vilkor som gäller för svenska bolag. En tillämpning av låneförbudet står därför i det aktuelle fallet inte i överensstämmelse med artikel 31 i EES-avtalet. Bestämmelsen i 12. kap. 8 § andra stycket aktiebolagslagen *bör tolkas så att den står i överensstämmelse med EES-avtalet* (min fremhævelse). Med hänsyn härtill föreligger det synnerlig skäl att ge tillstånd til lånet."[90]

I Danmark har spørgsmålet været forelagt Erhvervs- og Selskabstyrelsen, som har lagt til grund, at § 115 a ikke omfatter udenlandske moderselskaber, jf. en udtalelse refereret i A/S-loven med kommentarer[91]:

> Forespørgslen angik en bank, som ønskede at få at vide, hvorvidt et dansk datterselskabs overskudslikviditet kunne overføres til det udenlandske datterselskab for derved at placere midlerne det sted, hvor afkastet var størst. Erhvervs- og selskabsstyrelsen udtalte: "Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i ganske få tilfælde fået forelagt spørgsmålet om, hvorvidt udenlandske moderselskaber er omfattet af den danske, selskabsretlige lovgivnings bestemmelser om koncerner, herunder bestemmelserne om moderselskabers rettigheder og pligter....
>
> Ved sine besvarelser har styrelsen generelt taget udgangspunkt i almindelig fortolkningspraksis, hvorefter udenlandske moderselskaber, selvom de er kapitalselskaber, ikke umiddelbart kan anses som aktie-eller anpartsselskaber i selskabslovenes forstand. Styrelsen har her lagt vægt på, at nogle af disse selskabsformer kan være væsentligt anderledes organiseret end danske aktie- og anpartsselskaber. Selv indenfor EF kan dette være tilfældet på trods af den skete tilnærmelse af EF-landenes selskabsretlige lovgivning. Endvidere er det et faktum, at netop på koncernrettens område er der ikke gennemført EF-bestemmelser, der tilnærmer de nationale lovgivninger. Det er derfor Erhvervs- og Selskabsstyrelsens opfattelse, at den danske selskabslovgivning umiddelbart kun gælder her i landet registrerede selskaber, hvilket også følger af almindelige principper for dansk lovgivnings territoriale område.

---

[90] Beslutningen JU94/3393 vedrørende klage fra Töreboda Aktieboag. Regeringsbeslutningen er omtalt hos *Engsig Sørensen* i Juristen nr. 10/1997, s. 436, samt i Revision & Regnskabsvæsen nr. 12/1996, s. 67.

[91] Af *Sneholt & Thomsen*, 1993, s. 364 ff.

Under henvisning til den svenske regeringsbeslutning fik Erhvervs- og Selskabsstyrelsen igen problemstillingen forelagt i 1996, jf. udtalelse J.nr. 96-68.974. Her fastholdt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sin opfattelse:

> "Styrelsen har, på trods af deres medsendte materiale, ikke fundet anledning til at ændre fortolkningen af aktieselskabslovens § 115 a, da det er styrelsens opfattelse, at det vil være i strid med formålet med loven. Styrelsen fortolker fortsat aktieselskabslovens § 115 a således, at kun danske moderselskaber er omfattet af bestemmelsen. Dette følger af, at udenlandske moderselskaber ikke er stiftet på grundlag af dansk ret, og derfor ikke kan anses som et aktieselskab i aktieselskabslovens forstand. Af traktatens art. 58 følger, at juridiske personer (selskaber) er omfattet af den frie etableringsret i art. 52. Udenlandske selskaber kan således frit etablere sig i Danmark. Når et selskab ønsker at etablere sig som aktieselskab i Danmark, bliver det stiftet på grundlag af aktieselskabsloven. Derefter har selskabet de rettigheder og pligter, der følger af aktieselskabsloven. Til støtte for styrelsens praksis kan yderligere anføres, at der ikke på nuværende tidspunkt foreligger retsakter vedrørende gensidig anerkendelse af selskaber i EU i henhold til traktatens art. 220.[92] Styrelsen har dermed tilkendegivet sin vejledende fortolkning af problemstillingen."

I Norge var reglerne om koncernlån indtil aksjelovsrevisionen i 1996 begrænset til norske moderselskaber. I forbindelse med revisionen af lovgivningen diskuterede man særskilt problemet omkring lovens forhold til udenlandske moderselskaber.[93] Baggrunden var den hidtidige forskelsbehandling af norske og udenlandske moderselskaber i relation til f.eks. koncernlånsreglerne.[94] På denne baggrund indsatte man § 1-4 (2) i lov om aksjeselskaper (aksjeloven) fra 1996. Bestemmelsen opregner nu en række bestemmelser, som også gælder, når moderselskabet er et udenlandsk selskab. I relation til koncernlån fastslår bestemmelsen, at disse også gælder til fordel for udenlandske moderselskaber, dog kun moderselskaber, som er hjemmehørende i et nordisk land. Årsagen til, at man alene udvidede koncernslånsbestemmelsen til at omfatte moderselskaber hjemmehørende i et nordisk land, var en frygt for, at en generel adgang for udenlandske moderselskaber til at optage lån i sine norske datterselskaber ville: *"legge veien åpen for "tapping" af datterselskapet"*. Man fandt dette var en reel risiko, da det kunne give store proble-

---

92 Hertil anfører *Engsig Sørensen* i Juristen nr. 10/1997, s. 436, at en konvention om gensidig anerkendelse efter art. 220 ikke længere er nogen nødvendighed, idet anerkendelsespligten følger af traktatens almindelige diskriminationsforbud.

93 Bestemmelsens baggrund er omtalt i Ot prp nr 4 (1995-96)kapitel 6, s. 13 ff.

94 Det anføres i Ot prp nr 4 (1995-96), s. 13: "...Et eksempel her er adgangen morselskapet har til å ta opp lån i datterselskapet, jf. aksjeloven § 12-10. En slik forskjellsbehandling reiser spørgsmål i forhold til forbudet mod forskjellsbehandling i EØS-avtalen art 4 og i forhold til bestemmelsene om etableringsrett i EØS-avtalen art 31 og 34."

mer at inddrive lånet i udlandet i forbindelse med et datterselskabs konkurs.[95] Dette anså departementet[96] som et relevant hensyn i forhold til EØS-aftalens ligebehandlingsprincip.[97]

6.2. Bestyrelsesmedlemmer og direktører

Forbudet mod aktionærlån omfatter også selskabets lån til bestyrelsesmedlemmer i selskabet eller i moderselskabet[98] på grund af den interessekonflikt, bestyrelsesmedlemmerne ellers vil kunne havne i. De har som bestyrelsesmedlemmer afgørende indflydelse på selskabets ledelse, herunder eventuel långivning, og der vil derfor være en oplagt risiko for misbrug. Alle bestyrelsesmedlemmer er omfattet uanset, om de er valgt på generalforsamlingen jf. AL § 49, udpeget af det offentlige eller andre, eller er valgt efter reglerne om medarbejderrepræsentation. Bestemmelsen omfatter ligeledes bestyrelsessuppleanter, jf. § 49, stk. 8 samt medlemmerne af et eventuelt repræsentantskab, jf. § 59, stk. 4. Afgørende er som før nævnt låntagers status på lånetidspunktet. Nyvalgte bestyrelsesmedlemmer må anses for at have opnået deres status som bestyrelsesmedlem på valgtidspunktet, og ikke først på tidspunktet for anmeldelsen til Erhvervs- og Selskabstyrelsen.[99]

Direktører i selskabet og i et moderselskab er ligeledes omfattet af låneforbudet. De direktører, der er omfattet af § 115, stk. 1, er de direktører, der er anmeldt som

---

95 Ganske vist følger det af Luganokonvensionens art. 5 nr. 1, at boet kan anlægge sag mod det udenlandske moderselskab for at få inddrevet lånet, og at dommen kan fuldbyrdes i moderselskabets hjemland. Det forudsætter imidlertid, at aftaleforholdet er undergivet en lovgivning, som bestemmer opfyldelsesstedet for fordringen til kreditors forretningssted. Problemet er, at mange europæiske lande angiver debitors (her moderselskabets) forretningsted som betalingssted. I det tilfælde, hvor et krav får status af et konkursretligt krav - f.eks. fordi moderselskabet påstår, at datterselskabet før konkursen har eftergivet lånet - gælder Loganokonventionen som udgangspunkt ikke, medmindre kravet anses for at falde indenfor undtagelsesbestemmelsen. Da de fleste lande ikke ofte ikke anerkender virkningerne af en udenlandsk konkurs. En norsk dom om omstødelse vil således ikke blive fuldbyrdet og et forsøg på at anlægge omstødelsessagen direkte i moderselskabets hjemland vil blive afvist, jf. i det hele Ot prp nr 4 (1995-96) s. 14. Disse forhold gør sig ikke gældende i forhold til de øvrige nordiske lande, da en konkurs i et land anerkendes i de andre nordiske lande, jf. den nordiske konkurskonvention.

96 På samme måde som den danske Erhvervs- og Selskabsstyrelse, som med støtte af *Boye Jacobsen* i U 1992 B. s. 180-183 samt i Faglige artikler 1975, s. 29-75 (især s. 35) ligeledes anfører, at det er de danske loves opgave at hindre, at de i Danmark registrerede selskabers aktionærer og kreditorer lider tab, jf. *Rosenberg/Sneholt/Thomsen:* Aps'loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 210.

97 Spørgsmålet om, hvorvidt denne forskelsbehandling af nordiske og ikke-nordiske moderselskaber er i strid med EØS-aftalens diskriminationsforbud er behandlet af *Giertsen*: Selskapsfinansierte aksjeerverv (1996), s. 113 ff.

98 Da det i afsnit 6.1.1. lægges til grund, at et moderselskab må defineres i overensstemmelse med AL og Apl § 2, vil det ikke være forbudt at yde lån til bestyrelsesmedlemmer og direktører i andre herskende selskaber end aktie- og anpartsselskaber.

99 Jf. *Thomsen* i Justitia nr. 5/1992, s. 51.

sådan hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.[100] Uden for forbudet falder ikke- anmeldte direktører, f.eks. økonomidirektører. Denne sondring synes ikke umiddelbar hensigtsmæssig.

Også i Norge og Sverige er bestyrelsesmedlemmer og direktører omfattet af aktionærlånsreglerne.

6.3. Nærstående

Ifølge § 115, stk. 1, sidste punktum er det ligeledes forbudt at yde lån mv. til:

> "... den, der er knyttet til personer omfattet af 1. pkt., ved ægteskab, slægtsskab i ret op-eller nedstigende linje, eller som på anden måde står den pågældende særlig nær."

Personkredsen omfattet af forbudet blev først i 1982 udvidet til også at omfatte nærstående. Baggrunden for udvidelsen var dels at imødegå oplagte omgåelsestilfælde samt at beskytte selskabet mod dispositioner, som tjente særskilte interesser hos de personer, der nu blev omfattet af forbudet.[101]

Ifølge bestemmelsen omfatter den ægtefællen til aktionærer, bestyrelsesmedlemmer og direktører i selskabet eller et moderselskab til dette. Begrebet ægtefæller omfatter antageligt fraseparerede ægtefæller,[102] mens fraskilte selvsagt ikke er omfattet. Disse kan dog efter omstændighederne være omfattet af nærståendebegrebet, jf. nedenfor. På samme måde vil forlovede falde uden for begrebet ægtefælle, men kunne falde ind under begrebet nærstående på samme måde som samlevere, jf. nedenfor. Med ægteskab må sidestilles registreret partnerskab, jf. lov om registreret partnerskab § 3, stk. 2.[103]

Slægtninge i ret op-eller nedstigende linje til aktionærer, bestyrelsesmedlemmer og direktører omfatter den pågældende persons børn, børnebørn, oldebørn osv. samt i opstigende linje forældre, bedsteforældre osv. Også slægtsskab opnået ved adoption er omfattet.[104] Til gengæld er søskende og besvorgerede ikke direkte omfattet af forbudet, således som det er tilfældet i både Norge og Sverige, men de

---

[100] Jf. f.eks. *Krüger Andersen*: Aktie- og anpartsselskabsret, 5. udg. 1997, s. 209 f, *Heiselberg:* Revision & Regnskabsvæsen nr. 12/1988, s. 31, og *Gomard*: Juristen 1969, s. 28. Alligevel er det næppe anmeldelsestidspunktet, der er afgørende for, hvornår en direktør bliver omfattet af aktionærlånsforbudet, men tidspunktet for ansættelsesaftalen, jf. *Heiselberg* i Revision & Regnskabsvæsen nr. 12/1988, s. 31.

[101] Jf. FT 1981/82 tillæg B sp. 1423.

[102] Jf. også *Thomsen* i Justitia nr. 5/1992, s. 56.

[103] I denne bestemmelse anføres, at "Bestemmelser i dansk lovgivning, som omhandler ægteskab og ægtefæller, skal anvendes tilsvarende på registreret partnerskab og registrerede partnere." Lov om registreret partnerskab lov nr. 372 trådte i kraft i 1989.

[104] Fra tidspunktet for adoptionsbevillingen, jf. *Thomsen* i Justitia nr. 5/1992, s. 57.

kan dog falde ind under bestemmelsen, såfremt de i det konkrete tilfælde må siges at stå den den pågædende særlig nær, jf. nedenfor.

Formuleringen "*på anden måde står den pågældende særlig nær*" tager ifølge forarbejdene *fortrinsvis* sigte på samlevede.[105] Med angivelsen af, at den *fortrinsvis* omfatter samlevende har man angivet, at nærståendebegrebet også kan omfatte andre personer end samlevende jf. også foranstående. Spørgsmålet er imidlertid, om nærståendebegrebet også omfatter selskaber, således at lån til selskaber, hvis ledelse eller ejerkreds er omfattet af personkredsen i § 115, stk. 1, er forbudt. Der må her sondres mellem personselskaber og kapitalselskaber.

6.3.1. Personselskaber

Lån til personselskaber, dvs. selskaber, hvor en eller flere deltagere hæfter personligt for selskabets gæld, og som således ikke kan karakteriseres som juridiske personer i den forstand, at de ikke har 100 %'s retssubjektivitet, f.eks. interessetskaber og kommanditselskaber, sidestilles i teori og praksis[106] som udgangspunkt med fysiske personer.[107] Allerede før indførelse af nærståendebegrebet ansås lån til f.eks. interessentskaber, som ejedes af personer i det långivende selskab, som er omfattet af den i § 115, stk. 1 opregnede personkreds, for omfattet af forbudet i § 115, stk. 1, ud fra en omgåelsesbetragtning.[108] Man lagde fra Aktieselskabsregisterets side vægt på, at der var tale om selskaber med personlig hæftelse.

Såfremt låntagerselskabet er et kommanditselskab, er det antageligt afgørende, om aktionæren er komplementar eller kommanditist. Såfremt aktionæren er kommanditist vil et lån til kommanditselskabet antageligt være lovligt, medmindre der er tale om omgåelse. Såfremt aktionæren i långiverselskabet er komplementar i kommanditselskabet, er lånet gengæld antageligt ulovligt.[109]

Man kan dog måske forestille sig i/s og k/s-konstruktioner, som i det konkrete tilfælde vil falde uden for forbudet. Således vil det f.eks. ikke være naturligt at anvende § 115, stk. 1 på de såkaldte skatteleasingselskaber. De er karakteriseret ved på mange måder i deres konstruktion at minde om børsnoterede selskaber med flere tusinde kommanditister/interessenter, som kun ejer en lille andel af formuen. Såfremt der ydes lån fra et aktieselskab til et i/s, hvor personen, som er omfattet af § 115, stk. 1, alene er én interessent ud af måske 2000, må lånet i det konkrete

---

[105] Jf. også FT 1981/82, tillæg B, s. 1423. Som anført af *Kedner/Roos/Skog*: Aktiebolagslagen Del II (1996), s. 139 må der i begrebet samlevende ligge et krav om, at parterne bor sammen, medmindre adskillelsen skyldes rent midlertidige forhold som f.eks. arbejde eller studier.

[106] Se vedrørende praksis før 1982-ændringsloven *Hasselager* i Revision & Regnskabsvæsen nr. 8/1977, s. 306.

[107] Jf. f.eks. *Gomard*: Juristen 1969, s. 28.

[108] Jf. *Hasselager* i Revision & Regnskabsvæsen, 1977, s. 306.

[109] *Heiselberg*: Revision & Regnskabsvæsen nr. 12/1988, s. 31.

forhold kunne falde uden for forbudet i § 115, stk. 1. Låneprovenuet vil her ikke kunne komme den pågældende til gode personligt, jf. nedenfor.

6.3.2. Kapitalselskaber

Hvorvidt egentlige juridiske personer[110] med 100 %'s retssubjektivitet, dvs. kapitalselskaber (aktie- og anpartsselskaber), hvis ledelse eller ejerkreds er omfattet af personkredsen i § 115, stk. 1 i det långivende selskab, kan være omfattet af nærtståendebegrebet, må anses for uafklaret.

Hverken aktie- eller anpartsselskabsloven indeholder en definition på begrebet nærstående, således som det f.eks. er tilfældet i den norske lov om aksjeselskaper og lov om allmennaksjeselskaper, jf. nedenfor. I teorien synes der heller ikke at være enighed om, hvorvidt juridiske personer er omfattet af nærståendebegrebet. *Gomard* antager således, at bestemmelsen alene omfatter fysiske personer,[111] mens *Werlauff* antager, at bestemmelsen *nok* også kan omfatte juridiske personer.[112]

Begrundelsen for at lade juridiske personer omfatte af nærståendebegrebet skulle i givet fald være den, at der er den samme risici forbundet med lån til selskaber, hvor ejerkreds eller ledelse er omfattet personkredsen i § 115, stk. 1 som ved lån til en fysisk person. Dette forudsætter imidlertid først og fremmest, at den pågældende person, som er omfattet af forbudet i § 115, stk. 1, har bestemmende indflydelse i låntagerselskabet, idet han ellers ikke har nogen indflydelse på anvendelsen af låneprovenuet.

Det må dog anses for tvivlsomt, om selv juridiske personer, hvor en person som er omfattet af § 115, stk. 1 har bestemmende indflydelse, er omfattet af § 115, stk. 1. Forarbejderne til 1982-ændringen tyder således på, at nærståendebegrebet alene tager sigte på fysiske personer. I det oprindelige lovforslag til 82-ændringen var nærstående ikke omfattet af forbudet. Det anføres i bemærkningerne til lovforslaget:[113]

> "Det har været overvejet at udvide bestemmelsen til fordel for disse personers ægtefæller. slægtninge og andre nærstående *personer* (min fremhævelse). Man har imidlertid fundet det hensigtsmæssigt at lade spørgsmålet bero, indtil der er indvundet erfaring med bestemmelsens virkning i praksis."

---

[110] Begrebet *juridisk person* er et begreb uden normativt indhold og der er i teorien stor uenighed om, hvad der ligger i begrebet juridisk person. F.eks. hersker der stor unighed om, hvor høj grad af retssubjektivitet en sammenslutning skal være i besiddelse af, for at den kan betegnes "juridisk person". Se for en kort gennemgang af de forskellige holdninger *Neville*: Boligfællesskaber i selskabsform, 1993, s. 87 med note 6. I denne artikel bruges begrebet juridisk person som en betegnelse for selskaber, der har 100 %'s retssubjektivitet, det vil sige primært aktie- og anpartsselskaber.

[111] *Nørgaard* synes ligeledes at antage - jf. Selskabsformerne 1997, s. 191 med note 110 - at lån til en juridisk person *ikke* er omfattet af § 115, stk. 1, jf. s. 191 med note 110.

[112] I Selskabsret, 1997, s. 414.

[113] Lovforslag L 119 af 19. februar 1982, FT 1981-82, tillæg A, sp. 2883.

På baggrund af Erhvervsudvalgets indstilling i tillægsbetænkning af 28. maj 1982[114] blev netop disse personer omfattet af forbudet i den vedtagne lov. Erhvervsudvalget anførte:

> "Den foreslåede udvidelse af forbudet i § 115, stk. 1, har til formål ikke alene udtrykkeligt at hindre typiske tilfælde af omgåelse, men også at beskytte selskaber mod dispositioner, som tjener særskilte interesser hos de *personer* (min fremhævelse), som nu foreslås inddraget under forbudet. På grund af muligheden for vilkårsfastsættelse til ugunst for selskabet indebærer lån til og sikkerhedsstillelse for denne *personkreds* (min fremhævelse) nemlig en risiko for en forringelse af et selskabs egenkapital svarende til den, der er til stede ved aktionærlån. Bestemmelsen om de særligt nærtstående personer tager fortrinsvis sigte på samlevere."

Både bemærkningerne i det oprindelige forslag og i tillægsbetænkningen taler om lån til nærstående *personer*, hvilket næppe kan omfatte selskaber, jf. bemærkningerne til 1952-loven. Aktionærlånsforbudet omfattede efter 1952-lovens § 45 a ifølge sin ordlyd alene personer.[115] Ved fortolkningen af begrebet *personer* anførtes i forarbejderne:[116]

> "I overensstemmelse med det foran anførte gælder bestemmelsen kun lån til personer, således at mellemværender mellem moder- og datterselskaber eller mellem søsterselskaber ikke berøres..."

Også i relation til konkurslovens § 2 har man diskuteret begrebet nærstående, og her har man ligeledes lagt til grund, at betegnelsen personer/personlig udelukker, at begrebet omfatter selskaber. I konkursbetænkning II anførtes, s. 49:

> "I stk. 1 nævnes personer, der har stået skyldneren særlig nær. Det fremgår af ordet "personlig", at denne del af bestemmelsen er uanvendelig, hvor skyldneren er et selskab."

I lyset af at lån til andre selskaber har været et spørgsmål, som man tidligere har diskuteret indgående i forbindelse med forskellige revisioner af aktionærlånsforbudet, burde lovgiver, såfremt man ønskede selskaber omfattet af forbudet have anført det i bestemmelsen - eller i hvert fald i forarbejderne. Som anført af *Krüger*

---

[114] FT 1981-82, tillæg B, sp. 1424.

[115] § 45 a havde følgende ordlyd: "Et aktieselskab hvis aktier ikke er genstand for offentlig kursnotering, må ikke yde lån af penge eller pengeeffekter til personer, der i selskabets aktiebog er noteret som aktionær eller i øvrigt er bestyrelsen bekendt som aktionærer eller til personer, der er medlemmer af selskabets bestyrelse eller direktion...."

[116] FT 1951-52, tillæg B, sp. 2179.

Andersen,[117] indeholder bank- og sparekasselovens § 27 en bestemmelse, der omfatter juridiske personer, og ønskede man en videregående regel i § 115, stk. 1, kunne man have anvendt den som model.

I teorien er det faktum, at nærståendebegrebet i konkurslovens § 2, stk. 1 omfatter juridiske personer blevet anført til støtte for, at lade juridiske personer omfatte af § 115, stk. 1's nærståendebegreb.[118] I Konkurslovens § 2 fremgår det imidlertid *direkte* af bestemmelsen, at selskaber er omfattet af nærståendebegrebet.

§ 2 Ved nærstående forstås i denne lov:
nr. 1: ægtefæller, slægtninge i op- og nedstigende linjer, søskende, de nævnte personers ægtefæller og andre personer, der har stået hinanden særlig nær,

først i nr. 2 og 3 anføres det, at bestemmelsen også omfatter juridiske personer:

nr. 2: et selskab og en person, såfremt personen eller dennes nærstående direkte eller indirekte ejer en væsentlig del af selskabets kapital,

nr. 3: to selskaber, såfremt det ene eller dettes nærstående direkte eller indirekte ejer en væsentlig del af det andet selskabs kapital , eller såfremt en væsentlig del af begge selskabers kapital ejes af samme person eller selskab eller af indbyrdes nærstående personer eller selskaber.

Nr. 1 omhandler kun nogle familiemæssige relationer. Juridiske personer omfattes altså ikke af nr. 1 - som er den del af bestemmelsen, som minder om AL § 115. Konkurslovens § 2 synes derfor ikke at kunne anføres til støtte for en udvidende fortolkning af § 115, stk. 1.

I både Norge og Sverige omfatter aktionærlånsbestemmelserne lån til juridiske personer. Man har imidlertid i begge lande fundet anledning til at indsætte en *særlig* bestemmelse herom. I den nye norske aksjeselskapslov § 8-7 2.led: "Forbudet i første ledd gjelder tilsvarende ved kreditt til eller sikkerhetsstillelse til fordel for en aksje- eller andelseier i annet selskap i samme konsern eller noen af dennes nærstående." Begrebet nærstående er nærmere defineret i § 1-5:

"Som noens nærstående menes i denne loven:
1. ektefelle og en person som vedkommende bor sammen med i et ekteskapsliknende forhold;
2. slektninger i rett oppstigende eller nedstigende linje og søsken;
3. slektninger i rette oppstigende eller nedstigende linje og søsken tilen person som nævnt i nr. 1;

---

[117] I Aktie- og anpartsselskabsret, 1997, s. 210.

[118] F.eks. *Krüger Andersen*, der tidligere f.eks. i Aktie- og anpartsselskabsret, 3. udg. 1991, anførte KL § 2 som argument *for* en udvidende fortolkning af AL § 115, stk. 1.

4. ektefelle til, og en person som bor sammen i ekteskapsliknende forhold, med noen som nevnt i nr. 2
5. *Selskap der vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr. 1-4, har slik bestemmende innflytelse som nevnt i § 1-3 annet ledd.*"[119]

I Sverige fremgår det af Aktiebolagslagen 7 §, stk. 1, at:

1. den som är gift med eller är syskon eller släktning i rett upp- eller nedstigande led til aktieägere, styrelseledamot eller verkställenda direktör,
2. den som är besågrad med en sådan person i rätt upp- eller nedstigande led eller så att den ene är gift med den andres syskon, eller
3. *juridisk person över vars verksamhet person som nämnts ovan har ett bestämmnde*[120] *inflytande.*

Det betyder bl.a, at en person, som har bestemmende indflydelse over to aktieselskaber, ikke kan lade det ene selskab yde lån til den andet.[121]

Som anført af *Gomard,*[122] skal man være tilbageholdende med en eventuel udvidende fortolkning af nærståendebegrebet i den danske aktieselskabslov, idet overtrædelse af § 115, stk. 1, er strafsanktioneret. Ifølge AL § 161 er der knyttet bødestraf til overtrædelse af § 115, jf. nærmere afsnit 8.2. Ifølge straffelovens § 1 kan straf alene pålægges forhold, hvis strafbarhed er hjemlet ved lov, eller som ganske må ligestilles med et sådant. Det betyder, at straf kun kan pålægges ved direkte hjemmel eller ved en direkte lovanalogi. Da der i forarbejderne er stærke holdepunkter for, at nærståendebegrebet alene omfatter fysiske personer, kan man antageligt ikke foretage en analogi strafferetligt. Dette understøttes af, at man i forbindelse med både § 115 og andre love klart har overvejet problemerne omkring juridiske personer, uden at man har fundet anledning til at foretage en præcisering.

Som ligeledes anført af Gomard kan det strafferetlige udgangspunkt imidlertid næppe være bindende ved fortolkningen af § 115 i relation til de civilretlige følger, det vil sige erstatning og ugyldighed. En forskellig fortolkning af bestemmelsen alt efter, om der er tale om straf eller ugyldighed, er hverken hensigtsmæssig eller gennemførlig.[123]

På baggrund af ovenstående synes det at måtte konkluderes, at juridiske personer, som beherskes af en person, som er omfattet af § 115, stk. 1 ikke er omfattet

---

[119] § 1-5 indeholder endvidere en definition på en *"personlig nærstående"*.

[120] Derved forstås, at den fysiske person har en sådan indflydelse på den juridiske person, at han på afgørende måde kan påvirke dets finansieringsform, jf. *Kedner/Roos/Skog*: Aktiebolagslagen Del II (10-19 kap.) med kommentarer, 1996, s. 129.

[121] Jf. nærmere f.eks. *Kedner/Roos/Skog*: Aktiebolagslagen, Del II (1996), s. 129.

[122] I Juristen, 1969, s. 22 ff.

[123] Jf. også *Gomard*.

af aktionærlånsforbudet i § 115, stk. 1.[124] Såfremt man ønsker dem omfattet bør dette ske ved lovændring.

Selvom det antages, at juridiske personer ikke er omfattet af aktionærlånsforbudet, må det være muligt at gribe ind overfor rene omgåelsessituationer. Såfremt der ved långivningen er tilsigtet en omgåelse af § 115, stk. 1, f.eks. fordi målet er at skaffe det låntagende selskab midler, så det kan betale en fordring som personen omfattet af § 115, stk. 1, har på låntagende selskab.[125] Dette er også i overensstemmelse Erhvervs- og Selskabstyrelsens praksis.[126] *Hasselager* anførte i en artikel:[127]

> "Registeret har dog som svar på en forespørgsel oplyst, at et lån, der ydes af et aktieselskab, hvor aktionærerne eller andre af § 115 omfattede personer i långiverselskabet samtidigt har en bestemmende indflydelse på låntagerselskabet, kan være omfattet af aktionærlånsbegrebet, såfremt der ved lånet er tilsigtet en omgåelse af lånerestriktionerne i § 115. Man var dog i den konkrete sag tilbøjelig til ikke at statuere omgåelse, fordi der efter de oplyste ikke tilsigtedes at benytte låneprovenuet til uddeling af udbytte eller udlodning til aktionærer i låntagerselskabet."

Det kan hertil bemærkes, at lånet ikke i sig selv kan begrunde at der kan udbetales udbytte, da lånet jo ikke påvirker selskabets resultat. Det kan dog skabe de likvider, der skal til for at kunne udbetale et overskud i henhold til årsregnskabet. *U 1986.513 H* synes at være et eksempel på en omgåelse:

> Et aktieselskab opkøbte fordringer mod selskabets direktør. Selskabet var ejet af direktørens moder. Midlerne til opkøbet af fordringerne skaffede selskabet ved at optage et usikret lån på 325.000 kr. i et anpartsselskab, som var datterselskab til aktieselskabet. Begge selskabers solvens var på lånetidspunktet yderst tvivlsom. Arrangementet var anbefalet af en advokat, som blev dømt til at erstatte selskabets tab.
>
> Højesteret bemærkede: "...Efter forslag fra appellanten og under hans medvirken blev en væsentlig del af anpartsselskabets midler udlånt til Hylex A/S, i realiteten med det formål at dække en anpartshaveren påhvilende, men anpartsselskabet uvedkommende gæld. Der blev ikke stillet nogen sikkerhed for lånet, og det måtte for appellanten fremstå som en nærliggende mulighed, at begge selskaber senere - som det skete - måtte ophøre uden dækning til kreditorerne. Det tiltrædes herefter, at appellanten er anset ansvarlig for det af långivningen følgende tab, og da der ikke efter det oplyste findes grundlag for at sætte tabet lavere end til de 325.000 kr., vil dommen for så vidt være at stadfæste..."

---

[124] Jf. også *Rosenberg/Sneholt/Thomsen*: Aps'-loven af 1996 med kommentarer, s. 203.

[125] Jf. også *Werlauff*: Selskabsret, 1997, s. 414 note 90. Se også *Thomsen* i Justitia, nr. 5/1992, s. 57 ff.

[126] Jf. *Rosenberg/Sneholt/Thomsen*: Aps'-loven af 1996 med kommentarer, s. 203.

[127] I Revision & Regnskabsvæsen, 1977, s. 307 f.

Såfremt fordringerne mod direktøren var blevet opkøbt af aktieselskabet, ville det have været direkte i strid med § 115, stk. 1, hvilket også fremgik af landsrettens præmisser. Ved at "skyde" et aktieselskab ind som opkøber, men således at opkøbet skete for anpartsselskabets midler, var der tale om en omgåelse af anpartshaverlånsforbudet. Det beror på en konkret beslutning, om en långivning er udtryk for en omgåelse. Som nævnt oven for synes man her at have lagt stor vægt på, om låneprovenuet skal udbetales til aktionærerne eller indgå i selskabets drift. Det er selvsagt mest nærliggende at statuere omgåelse, hvor den pågældende person, som er omfattet af forbudet i § 115, stk. 1 har bestemmende indflydelse i låntagerselskabet, idet han ellers ikke har nogen indflydelse på anvendelsen af låneprovenuet. Samtidig må det også have betydning, hvilken rolle han har i långiverselskabet. Risikoen for omgåelse er selvsagt størst, hvor han også behersker det långivende selskab, således at han har mulighed for at diktere lånevilkårene.

Det er oplagt, at når juridiske personer, som er behersket af en person omfattet af forbudet, ikke er omfattet af nærståendebegrebet, kan søsterselskaber og andre selskaber, som beherskes af samme interesse også lovligt kan yde lån til hinanden, medmindre der er tale om omgåelse af lånerestriktionerne.[128] I forbindelse med gennemførelsen af den norske lov om aksjeselskaper og lov om allmennaksjeselskaper overvejede man efter henvendelse fra Den Norske Advokatforening denne problematik. Den Norske Advokatforening anførte:[129]

> "I pkt. 5 er likestilt selskap, hvor en aksjeeier har bestemmende innflytelse. Foreningen mener det er hensigtsmæssig at man også likestiller selskaper hvor flere nærstående i fellesskab har kontrol over selskapet. Rent generelt bør formentlig det være rigtig å definere selskapsgrupper som er kontrollert gjennom *krysseie* som "nærstående", selv om det ikke foreligger en konserndannelse."

Med følgende korte begrundelse kom departementet imidlertid frem til, at lån mellem søsterselskaber mv. ikke skulle forbydes:

> "Departementet er enig i at det ofte kan være grunn til å likestille selskaper med slike eierkonstallasjoner som Advokatforeningen omtaler, med hovedpersonen selv. Departementet er likevel i tvil om en slik utvidelse vil innebære at definisjonen av nærstående kan bli for omfattende, og har derfor ikke fulgt opp forslaget."

Det betyder dog ikke, at ethvert lån til f.eks. en juridisk person, som beherskes af en person, som i långiverselskabet er omfattet af personkredsen i § 115, stk. 1, eller lån til et søsterselskab altid vil være lovligt. Såfremt långivningen f.eks. er i strid med ledelsens pligt til at lede selskabet forsvarligt, vil ledelsen kunne ifalde

---

[128] Jf. *Rosenberg/Sneholt/Thomsen*: Aps'-loven af 1996 med kommentarer, 1997, s. 203.

[129] Jf. Ot prp nr. 23 (1996-97) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), s. 129, 2. spalte.

et erstatningsansvar, såfremt selskabet eller kreditorerne lider tab.[130] Det kan f.eks. være tilfældet, hvor der bevilges et lån til et selskab, som beherskes af en person i det långivende selskab, som er omfattet af § 115, stk. 1, selvom den økonomiske situation i den låntagende selskab er så kritisk, at selskabet måske ikke har kunne få et driftslån andre steder end fra det selskab, hvor han i forvejen er aktionær.

Som det fremgår af ovenstående er der næppe tilstrækkelige holdepunkter for en fortolkning af nærståendebegrebet, så det omfatter andet end fysiske personer, herunder personselskaber, ejet af personer, som er omfattet af § 115, stk. 1 i långiverselskabet. Ønsker man, at juridiske personer i form af aktie- og anpartsselskaber, samt søsterselskaber mv. skal være omfattet af forbudet i § 115, stk. 1, synes det, uden for de rene omgåelsestilfælde, at kræve en lovændring.

6.4. Andre personer omfattet af forbudet

Såfremt selskabet har et repræsentantskab jf. AL § 59, er dette også omfattet af aktionærlånsforbudet, jf. § 59 stk. 4, jf. § 115, stk. 1.

Herudover gælder forbudet for revisorer, jf. årsregnskabslovens § 61 d, stk. 3. Ifølge denne bestemmelse må virksomheder[131] inden for samme koncern ikke yde lån eller stille sikkerhed for revisorer.

7. Kontrollen med ulovlige aktionær- og anpartshaverlån

I 1993 gennemførte KPMG og Arthur Andersen efter kommisorium fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen en undersøgelse af aktie- og anpartsselskabers regeloverholdelse i de offentliggjorte årsregnskaber. Styrelsen ønskede at få et nærmere kendskab til, i hvilket omfang de modtagne årsregnskaber afdækkede åbenbare overtrædelser af bestemmelser i eller i henhold til selskabs-, bogførings-, og regnskabslovgivningen.

Undersøgelsen var baseret på en stikprøve på i alt 291 aktieselskaber (heraf 1 børsnoteret) og 670 anpartsselskaber.[132]

---

[130] Om pligten til at lede selskabet forsvarligt kan henvises til afsnit 5.1.2. nr. 3.

[131] Årsregnskabsloven har et andet koncernbegreb end aktie- og anpartsselskabsloven, hvorfor betegnelsen virksomheder anvendes i stedet for "aktie- og anpartsselskaber" som anvendes i AL og apl. Årsregnskabslovens koncernbegreb er "bestemt" af det 7. selskabsdirektiv, som blev implementeret ved lov nr. 308 af 6. maj 1990. Ifølge årsregnskabsloven kan en omfatter den regnskabsmæssige koncern også datterviksomheder som ikke er aktie- eller anpartsselskaber. Se nærmere om koncerndefinitionen efter årsregnskabsloven *Krüger Andersen:* Studier i dansk koncernret, 1997, s. 415 f.

[132] Stikprøven var udvalgt ud fra en population bestående af samtlige aktieselskaber, kommanditaktieselskaber og anpartsselskaber, der havde indleveret årsregnskab til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Selskaber som var under tilsyn eller under afvikling, indgik ikke i populationen, dvs. pengeinstitutter/kreditinstitutter, realkreditinstitutter, forsikringsselskaber, børsmæglerselskaber, selskaber under konkurs eller tvangsopløsning, og selskaber i likvidation.

I relation til overtrædelser af aktie- og anpartsselskabsloven indgik bl.a. en undersøgelse af overtrædelser af aktionær- og anpartshaverlånsbestemmelserne.[133] Undersøgelsen viste, at der var 127 overtrædelser af § 115 (apl § 84 - nu § 49) om ulovlige aktionærlån og anpartshaverlån, svarende til overtrædelser svarende til 13 % af stikprøverne. Der blev i alt konstateret overtrædelse af selskabs-, bogførings- og regnskabslovgivningen i 94 % af de regnskaber, der var udvalgt som stikprøver. Rapporten konkluderede, at det konstaterede antal overtrædelser af aktieselskabslov og anpartsselskabslov indikerede, at der var behov for initiativer til opfølgning og nedbringning af overtrædelserne. Undersøgelsen førte til, at Folketinget d. 18. februar 1994 vedtog lov nr. 122 også kaldet undersøgelsesloven. Ifølge denne lov fik Erhvervs- og Selskabsstyrelsen pligt til at på stikprøvebasis at undersøge årsregnskaber for åbenbare overtrædelser af årsregnskabsloven, aktie- og anpartsselskabsloven, bogføringsloven og lov om erhvervsdrivende fonde, jf. årsregnskabslovens § 63 c, stk. 1.

7.1. Styrelsens praksis[134]

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen udvælger regnskaber til undersøgelse på grundlag af en løbende stikprøvekontrol. Endeligt kan et selskabs regnskaber blive udtaget på anden baggrund, f.eks. på baggrund af undersøgelsesresultater fra sidste års gennemgangaf selskabets regnskab.

Såfremt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen konstaterer, at der er et ulovligt aktionærlån, sender Styrelsen et brev til selskabet, hvori selskabet gives 6 uger til at dokumentere lånets tilbagebetaling incl. de påløbne renter. Overskrides 6 ugers fristen, udsender Erhvervs- og Selskabsstyrelsen en en tvangsbøderesolution, hvor selskabet får en yderligere frist på 4 uger. Ifølge årsregnskabslovens § 64, stk. 3 har Erhvervs- og Selskabstyrelsen nu hjemmel til at pålægge selskabets ledelse tvangsbøder. Bøderne er personlige og ledelsesmedlemmerne hæfter solidarisk. Bøderne skal få selskabets ledelse til at sørge for lånenes tilbagebetaling. Pligten til at betale bøder bortfalder derfor, når forholdet bliver berigtiget, eller det dokumenteres, at lånet er uerholdeligt.Tvangsbøderne er på 2.000 kr. pr. uge pr. ledelsesmedlem. Overskrides også den nye 4 ugers frist vil tvangsbøderne løbe med 2.000 kr. pr. uge pr. ledelsesmedlem. Ved overskridelse af denne 4 ugers frist overgives sagen til fogeden.

Såfremt den låntagende aktionær ikke kan tilbagebetale det ulovlige aktionærlån vil sagen blive stillet i bero af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Der skal dog

---

[133] Herudover omfattede undersøgelserne af overtrædelser af aktie- og anpartsselskabsloven: overtrædelser af regler om egne aktier og egne anparter, udlodning af udbytte, som overstiger det maksimalt tilladte, forsømmelse af ledelsens handlepligt i tilfælde af kapitaltab i anpartsselskaber, mangelfulde oplysninger om storaktionærer i årsberetningen, mangelfulde oplysninger om omkostninger ved stiftelse og kapitalforhøjelse.

[134] Jf. *Jørgensen, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*: "Erhvervs- og Selskabstyrelsens praksis omkring ulovlige aktionær- og anpartshaverlån" i TfS 1995, artikel nr. 530, s. 1060 ff samt samtale med Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

fremlægges dokumentation for betalingsudygtigheden typisk i form af en insolvenserklæring.

8. Konsekvensen af ulovlige aktionærlån

8.1. Civilretlige retsvirkninger af aktionærlånet

Såfremt der er ydet et ulovligt aktionærlån ifølge § 115, stk. 1 og 2 er dette ugyldigt og skal tilbagebetales tillige med en årlig rente af beløbet svarende til den rente, der er fastsat efter § 5, stk. 1 og 2 i lov om renter ved forsinket betaling mv. med et tillæg af 2 pct. Renten er ifølge § 5, stk. 2, jf. bekg. 896 af 21. december 1990 i dag den til enhver tid værende officielle diskonto med et tillæg på 5 pct. Denne rentesats gælder selvsagt kun, såfremt der ikke i forvejen er aftalt en højere rente. Rentebestemmelsen i aktieselskabsloven er alene indsat for at sikre, at lånene i det hele taget forrentes, så selskabet ikke taber penge på de ulovlige aktionærlån.

Sikkerhedsstillelse i strid med stk. 1 og 2 er som udgangspunkt ugyldig. Sikkerhedsstillelse i strid med § 115, stk. 1 og 2 er dog bindende for selskabet overfor långiveren, såfremt denne ikke havde kendskab til, at § 115 i AL eller § 49 i Apl blev overtrådt ved sikkerhedsstillelsen.[135]

Man kan rejse spørgsmålet, om en modtager af et ulovligt aktionærlån, som samtidig har en fordring på selskabet, kan opfylde sin tilbagebetalingsforpligtelse ved at afgive en modregningserklæring overfor selskabet. Da optagelse af et ulovligt aktionærlån ikke bør kunne bruges til at skaffe en aktionær en bedre stilling end andre kreditorer i selskabet, bør tilbagebetalingspligten ikke kunne opfyldes ved modregning, jf. også en finsk højesteretsdom ND 1993.550. Her blev det fastslået, at en direktør, der havde taget et ulovligt aktionærlån ikke kunne opfylde tilbagebetalingspligten ved at afgive modregningserklæring for sit eget tilgodehavende i selskabet, som var gået konkurs. Direktøren kunne ikke skaffe sig en bedre retsstilling end selskabets øvrige kreditorer ved som sket at foretage retsstridigt udtræk af midler fra selskabet.[136] En modtager af et ulovligt aktionærlån kan antageligt heller ikke skaffe sig betaling før tid ved at afgive en modregningserklæring i forbindelse med tilbagebetaling af et ulovligt aktionærlån.

Såfremt låntageren ikke kan tilbagebetale lånet eller sikkerheden ikke ophører, indestår de, der har truffet eller opretholdt dispositionerne efter § 115, stk. 1 og 2 for selskabets tab, jf. § 115, stk. 5. Ifølge bemærkningerne til bestemmelsen hæftes der efter stk. 5 "ubetinget for at de ulovlige dispositioner bringes til ophør."[137]

---

[135] Denne særregel blev indsat allerede i 1973-loven og det anføres i betænkning nr. 540:1969, s. 159, at bestemmelsen blev indsat efter henstilling fra bankside.

[136] Dommen er refereret af *Werlauff* i Selskabsretlige domme og kendelser 1950-96, 2. udgaven, s. 308.

[137] Jf. FT 1981-82, tillæg A, sp. 2883.

Fortokningen af stk. 5 har senest været forelagt Højesteret i forbindelse med *U 1998.1172 H*:

> S, som var eneejer af anpartsselskaber, der tidligere havde drevet optikervirksomhed og hvis eneste aktiver og passiver bestod i en fordring mod S på 1.325.618 kr., henholdsvis skyldig og latent skat på 103.740 kr., overdrog d. 1. februar 1993 anparterne i selskabet til selskabet K for en købesum på 1.099.309 kr., hvilket beløb fremkom som egenkapitalen på 1.031.878 kr. med tillæg af 67.431 kr. svarende til 65 % af skattegælden. Købesummen blev trukket på K's advokats klientkonto og blev d. 3. februar 1993 via Nationalbanken overført til S. S overdrog samme dag, også via Nationalbanken, i overensstemmelse med parternes aftale selskabets midler til K, idet beløbet blev krediteret K's advokats klientkonto. Spørgsmålet i sagen var dels om S derved havde overtrådt selvfinansieringsforbudet i den tidligere lovs § 84, stk. 2 og i hvis dette var tilfældet, hvem der så skulle bære selskabets tab.
>
> Højesteret udtalte: "S overførte i overensstemmelse med parternes aftale selskabets midler til køberen. Han stillede derved selskabets midler til rådighed for køberen i forbindelse med dennes erhvervelse af anparterne i selskabet og overtrådte dermed § 84, stk. 2, i den dagældende anpartsselskabslov.
>
> Tilbageførsel af de udbetalte selskabsmidler, jf. § 84, stk. 4, er udelukket. S indestår derfor som den, der traf den ulovlige disposition, for selskabets tab, jf. lovens § 84, stk. 5, der må forstås som en regel om hæftelse på objektivt grundlag.
>
> Det tiltrædes, at der ikke af skattemyndighederne er udvist forhold, som kan føre til bortfald eller nedsættelse af kravet mod S.
>
> Højesteret tager derfor Skatteministeriets principale påstand til følge."

S blev dømt til at betale 149.089 kr.. Beløbet indeholdt både skatterenter og inddrivelsesomkostninger og derved er ansvaret efter § 115, stk. 5, og apl § 49, stk. 5 videre end det almindelige erstatningsansvar.

8.2. Strafferetlige sanktioner

Ifølge aktieselskabslovens § 161, stk. 1 straffes overtrædelse af § 115, stk. 1 og 2 og § 115 a, stk. 2, 2 pkt. med bøde. Det samme gør et selskabs opretholdelse af dispositioner, der er truffet i strid med § 115, stk. 1 og stk. 2, jf. § 161, stk. 2.

Ulovlige aktionærlån er således en tilstandsforbrydelse,[138] og forædelsesfristen er dermed 2 år fra det tidspunkt, hvor det ulovlige aktionærlån er bragt til ophør, jf. straffelovens § 93, stk. 1, nr. 1, jf. § 94, stk. 1.

Bødeansvaret kan både pålægges selskabet og personer, jf. *U 90.116 V*:

> Sagen angik en direktør i et anpartsselskab, som havde ladet selskabet yde sig et lån på i alt 118.709 kr. Selskabet var siden gået konkurs uden, at lånet var blevet tilbagebetalt.
>
> Anklagede anførte til støtte for sin frifindelsespåstand, at strafansvar efter den dagældende § 131, stk. 2, i anpartsselskabsloven alene kunne pålægges selskabet og ikke ham personligt som låntager og direktør.
>
> Under henvisning til, at § 131, stk. 2, skulle ses i sammenhæng med formuleringen af anpartshaverlånsbestemmelsen i § 84, stk. 1, og forarbejderne til bestemmelsen, fandt retten fornødne holdepunkter for at fastslå, at straffebestemmelsen omfatter direktører som låntagere, og tiltalte fandtes dermed skyldig. Bøden fastsattes til 5.000 kr.

Udover bødestraf til låntageren, kan også personer, som har disponeret på selskabets vegne i relation til lånet, idømmes bødestraf. Det samme må antageligt være tilfældet med medlemmer af selskabsledelsen, som ikke har deltaget i den ulovlige disposition, men som har fået kendskab til den ulovlige disposition - f.eks. via regnskabet - og ikke har taget skridt til at kræve lånet indbetalt, jf. § 115, stk. 4, jf. § 161, stk. 2.[139]

En gennemgang af retspraksis omkring ulovlige aktionærlån kan give nogle retningslinjer for den *bødestørrelse*, der pålægges ved ulovlige aktionærlån. I *U 1996.366 Ø* blev en hovedanpartshaver idømt en bøde på 65.000 kr. for at have ydet sig selv et lån på ca. 1,3 mill.kr. I en dom fra 1990 - *U 1990.116 V* blev en direktør pålagt en bøde på 5.000 kr. for at lade selskabet yde sig et lån på ca. 119.000 kr. I *U 1995.550 Ø* var bøden på 65.000 kr. for et ulovligt lån ydet til hovedanpartshaveren og direktøren på 1,3 mill.kr. Det ser dermed ud som om, at

---

[138] Ved indføjelse af § 161, stk. 2, ved lov nr. 282 af 9. juni 1982 blev aktionærlån gjort til tilstandsforbrydelser, idet der her blev indført hjemmel til også at straffe opretholdelse af ulovlige aktionærlån og ikke kun ydelse heraf. I *U 1981.36 H* udtalte Højesteret i relation til den gamle bestemmelse: "Forbuddet i anpartsselskabsloven § 84 retter sig efter sin ordlyd mod ydelse af lån under nærmere angivne omstændigheder og henviser således sprogligt til selve realiseringen af långivelsen og forholdene på dette tidspunkt. Der findes ikke fornødent grundlag for yderligere at anse kriminaliseringen udstrakt til også at omfatte opretholdelsen af ulovligt etablerede låneforhold..." Da den 2 årige forældelsesfrist således også skulle regnes fra lånets ydelse, gjorde det i praksis retsforfølgning umulig, da Aktieselskabsregisteret typisk først opdagede det ulovlige aktionærlån ved gennemsyn af regnskabet senere end 2 år efter lånet var ydet, jf. FT 1981-82, tillæg A, sp. 2885.

[139] Jf. også et notat fra Statsadvokaten for særlig økonomisk kriminalitet fra 7. juli 1995, jf. herom nedenfor i teksten.

bødernes størrelse har fundet et leje på ca. 5 % af det ydede lånebeløb.[140] Dette bekræftes også af Højesteret i *U 1997.256 HK*:

> T, der var direktør og eneanpartshaver i et anpartsselskab, havde ladet selskabet yde sig et lån på ca. 1,2 mill.kr. Revisor gav som følge heraf selskabets årsregnskab en påtegning om lånet. Erhvervs- og Selskabstyrelsen gav på grundlag af påtegningen T en frist på 6 uger for tilbagebetaling af lånet, inden for hvilken T tilbagebetalte lånet. Herefter blev der indledt en straffesag med påstand om, at T skulle idømmes en bøde på 119.000 kr. svarende til 10 % af det ydede lån. Byretten fandt imidlertid under hensyntagen til det lånte beløbs størrelse og til, at der var sket tilbagebetaling inden for den af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsatte frist på 6 uger, at bøden kunne fastsættes til 30.000 kr. Dommen blev anket til landsretten med påstand om skærpelse af bødens størrelse.
>
> Landsretten stadfæstede dommen. Med hensyn til bødestørrelsen anførte landsretten: "...Med hensyn til bødefastsættelsen bemærkes, at den generelle risiko, som lån til selskabsdeltagerne indebærer for et selskab og dets kreditorer, bør medføre, at der som udgangspunkt idømmes følelige bøder, afpasset efter størrelsen af det ulovlige lån. I det foreliggende tilfælde har tiltalte optaget et enkeltstående, kortvarigt lån, der er tilbagebetalt inden for den af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsatte frist. Bøden findes herefter passende at kunne fastsættes som sket."
>
> Dommen blev af anklagemyndigheden anket til Højesteret med påstand om skærpelse, således at bøden forhøjedes til 10 % af lånets hovedstol. Tiltalte ankede til formildelse.
>
> Højesteret bemærkede: "Højesteret tiltræder, at der for lovovertrædelser af den foreliggende art må idømmes følelige bøder afpasset efter størrelsen af det ulovlige lån. Bøden må som udgangspunkt fastsættes til 5 % af lånets hovedstol med et afrundet beløb og med en passende minimumstakst." Fire dommenre anførte herefter: "Under hensyn til, at tiltaltes lån i selskabet blev tilbagebetalt med renter efter anpartsselskabslovens § 84, stk. 4, inden for den af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsatte frist, finder vi dog, at bøden kan halveres. Vi stemmer derfor for at stadfæste dommen. Der var en dissens på en dommer, som anførte: "Formålet med det absolutte forbud mod anpartshaverlån (og aktionærlån) er at sikre mod den generelle risiko for misbrug, der er forbundet hermed. Hertil kommer, at indsendelse af årsregnskab til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen ikke i alle tilfælde indebærer, at et ulovligt lån vil blive konstateret. Jeg finder derfor, at bøden bør fastsættes uden hensyn til, at lånet er tilbagebetalt. Jeg stemmer derfor for at forhøje bøden til 60.000 kr."

Nedsættelse af bøden til 30.000 kr. (2,5 %) i forhold til det generelle udgangspunkt på 5 %, var altså primært begrundet i, at lånet var *tilbagebetalt*.[141] Dermed gik domstolene imod Statsadvokaten for særlig økonomisk kriminalitets anbefaling i et notat fra 7. juli 1995, som var udarbejdet efter drøftelser med Erhvervs-

---

[140] *Jørgensen* anfører i TfS 1995, artikel nr. 530, s. 1064, at byretterne synes at idømme højere bødestraffe.

[141] Det fremgår endvidere af landsrettens dom, at det har haft betydning, at der var tale om et enkeltstående kortvarigt lån.

og Selskabsstyrelsen, og som var sendt til politi og anklagemyndighed. Her anførtes bl.a:

"Det har været drøftet, hvorvidt bødepåstanden skulle påvirkes af, om lånet er blevet tilbagebetalt, evt. med en diffentiering alt efter, om lånet er tilbagebetalt før Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har påtalt forholdet eller blot før sag rejses af anklagemyndigheden. På nuværende tidspunkt findes der ikke at være grund til at indføre en sådan sondring, og der bør således nedlægges bødepåstand i overensstemmelse med de ovenfor nævnte retningslinjer i alle tilfælde, uanset tilbagebetaling og uanset tilbetaling og uanset tilbagebetalingstidspunktet.

Endelig er spørgsmålet blevet rejst om, hvorvidt den strafferetlige behandling bør påvirkes af, at lånet efterfølgende:

a. enten regnskabsmæssigt nedskrives på grund af låntagers betalingsevne,
b. eller af skattevæsenet, ligeledes på grund af låntagers betalingsevne, omklassificeres skattemæssigt til at være maskeret udlodning.

Der er enighed om, at sådanne forhold ikke påvirker den strafferetlige behandling."

Til gengæld fastslog landsretten i *U 1995.550* i overensstemmelse med disse anbefalinger, at det var uden betydning for bødens størrelse, at låntager ikke var i stand til at betale lånet tilbage og derfor blev personligt skattepligtig af beløbet. Dette forhold kunne *ikke* begrunde en nedsættelse af bødestraffen.

Bøderne for ulovlige aktionærlån fastsættes som nævnt ovenfor som udgangspunkt til 5 % af lånets hovedstol. Dermed er bødeniveauet lavere end anbefalingerne i det føromtalte notat, hvor man som udgangspunkt anbefalede bøder på 10 %:

"a: I relation til låntagere, hvad enten låntager er medlem af selskabets ledelse eller aktionær/anpartshaver, bør indtil videre nedlægges påstand om bøde på 10 % af lånet.

b: I relation til den eller de personer, som har disponeret på selskabets vegne i relation til lånet, bør der tilsvarende nedlægges påstand om bøde på 10 % af lånet.

c: I relation til medlemmer af selskabsledelsen, som ikke har deltaget i den ulovlige disposition, er det Statsadvokaturens opfattelse, at disse bør straffes med bøde, såfremt de har fået kendskab til den ulovlige disposition- f.eks. via regnskabet - og ikke har taget skridt til at kræve lånet indbetalt. I tilfælde af "passive" medlemmer af ledelsen bør der nedlægges påstand om en mindre bøde, indtil videre 2% af lånets størrelse. For så vidt angår advokater og andre særligt kyndige bestyrelsesmedlemmer bør bødeforstanden efter omstændighederne forhøjes op til 5% af lånets størrelse.

..... I sager om beløbsmæssig små lån bør de nævnte bødepåstande modificeres af en minimumspåstand, som passende indtil videre kan fastsættes til 5.000 kr."

9. Konklusion

Danmark har med det generelle forbud mod aktionær- og anpartshaverlån i §115, stk. 1 (apl § 49) Nordens mest restriktive aktionærlånsregler. Undtaget er alene lån, som kan kvalificeres som sædvanlige forretningsmæssige dispositioner,[142] lån til medarbejdernes erhvervelse af aktier i selskabet, jf. § 115 a, stk. 2, samt koncernlån, jf. § 115 a, stk.1.

Selskabets lån til ledelsesmedlemmer eller aktionærer kan uden tvivl indebære en økonomisk risiko for selskabet og dets kreditorer, men §115 (§ 49) synes langt mere restriktiv end formålet med bestemmelsen tilsiger.

Hensynet til selskab og kreditorer synes ikke at kunne bære et egentligt forbud mod lån til aktionærer. Risikoen for at aktionæren ikke er i stand til at betale lånet tilbage kan afdækkes ved, at der stilles krav om betryggende sikkerhed. Det bør derfor overvejes, om man ikke - således som det også er foreslået af Aktiebolagskommitten i Sverige - skal ophæve forbudet mod aktionærlån i § 115, stk. 1 og vende tilbage til retstilstanden fra før 1982, hvor aktionærlån var tilladt, såfremt der var stillet betryggende sikkerhed og lånet alene blev ydet af den del af formuen, der kunne anvendes til udbytte, jf. AL § 110. Forbudet mod aktionærlån blev indført i 1982 bl.a. som reaktion på, at kravet i 1973-loven om betryggende sikkerhed ikke blev iagttaget. Overtrædelser forebygges imidlertid næppe ved at stramme de eksisterende regler yderligere. Vil man forhindre personer, som har vist sig rede til at bryde en bestemmelse, i fortsat at bryde reglerne, kan dette kun ske ved, at der føres kontrol med reglernes overholdelse og ved at overtrædelser sanktioneres. I 1994 blev netop kontrolindsatsen øget væsentligt med vedtagelse af undersøgelsesloven. Erhvervs- og Selskabstyrelsen foretager nu - på stikprøvebasis - undersøgelser af årsregnskaber for at afsløre åbenbare overtrædelser af årsregnskabsloven, aktie- og anpartsselskabsloven, bogføringsloven og lov om erhvervsdrivende fonde, jf. årsregnskabsloven 63 c, stk. 1. Ophævelse af forbudet mod aktionærlån vil også være i tråd med selskabslovgivningen i Norge og Finland, som begge tillader aktionærlån mod betryggende sikkerhed.

Aktionærlånsbestemmelsen omfatter i dag aktionærlån, uanset om låntagerens aktiebesiddelse er stor eller lille. Dermed synes bestemmelsen at "skyde over målet". Småaktionærer har ikke den indflydelse, der skal til for at bevillige sig selv farvorable lån, hvorfor lån til småaktionærer typisk ikke vil indebære nogen risiko. Herudover medfører lovens manglende sondring mellem lån til dominerende aktionærer og småaktionærer nogle yderst uheldige konsekvenser, f.eks, i relation til personalelån, som medarbejderaktionærer i dag er afskåret fra at modtage, jf. afsnit 3. Småaktionærer bør derfor undtages fra forbudet, således som det også blev foreslået af Erhvervsudvalget i 1982. I Sverige er småaktionærer ligeledes generelt

---

[142] I forbindelse med en revision af de danske aktionærlånsbestemmelser bør det fremgår klart af bestemmelsen, at sædvanlige forretningsmæssige dispositioner er tilladt. Det er uheldigt, at en så vigtig undtagelse alene fremgår af forarbejderne. Desuden bør det overvejes, om man undtagelsen kan præciseres, da den giver anledning til en del fortolkningsproblemer, jf. afsnit 5.1.

undtaget fra forbudet uden, at dette, så vidt vides, har givet anledning til problemer, og i Norge er medarbejderaktionærer undtaget fra forbudet.

På enkelte punkter kan man dog diskutere, om den danske aktionærlånsbestemmelse er for snæver.

For det første synes nærståendebegrebet for snævert. Ifølge § 115, stk. 1 (§ 49, stk. 1) er lån til nærstående til den opregnede personkreds også forbudt. Som anført i afsnit 6.3. omfatter nærståendebegrebet antageligt kun fysiske personer. Lån til en juridisk person f.eks. et aktieselskab, som beherskes af en person i långiverselskabet, som er omfattet af forbudet, er dermed lovligt, medmindre der er tale om omgåelse. I Norge og Sverige er sådanne juridiske personer omfattet af aktionærlånsbestemmelsen og meget taler for også at udvide den danske bestemmelse på dette punkt, da risikoen ved selve långivningen også er til stede her.

For det andet synes undtagelsen til forbudet mod aktionærlån i § 115 a, stk. 1 vedrørende koncernlån at være for snæver. Der hersker i dag tvivl om, hvorvidt datterselskabers ret til at yde lån til deres moderselskab også gælder i forhold til udenlandske moderselskaber, jf. afsnit 6.1.1.1. Da meget tyder på, at en begrænsning af § 115 a, stk. 1´s anvendelsesområde til kun at omfatte danske moderselskaber må karakteriseres som en diskrimination af udenlandske moderselskaber, som er i strid med EU-Traktatens bestemmelser om den fri etableringsret. Det bør derfor i aktieselskabsloven præciseres, at bestemmelsen - og eventuelt andre af lovens bestemmelser - også gælder i forhold til udenlandske moderselskaber.

Kapitaltilførsel gennem stille selskabsindskud

- overvejelser over hensigtsmæssigheden af at indføre selskabsformen: Det indre selskab[1]

af

lektor Noe Munck, Aarhus Universitet

1. Indledning

Det stille selskab er utvivlsomt den selskabsform, der efterlader flest åbne spørgsmål. Det gælder indholdet af begrebet "det stille selskab", det gælder den retlige regulering heraf, og det gælder spørgsmålet, om der overhovedet foreligger et selskabsforhold.[2] Der kan derfor være god grund til at genoverveje dette retsområde - navnlig da det stille selskab kan være en velegnet organisationsform for et kapitalindskud i en virksomhed drevet af en anden, se nærmere herom nedenfor under afsnit 7. Men den bestående usikkerhed synes at have ført til en vis tilbageholdenhed hos advokater[3] med at anvende selskabsformen.[4] Formålet med denne

---

[1] Betydningen af de anvendte forkortelser er angivet bagerst i artiklen. Om problemstillingen vil der i 1999 blive publiceret en artikel af *Henrik Juul Hansen* og *Noe Munck*: "Det stille selskab som selskabsform - det indre selskab".

[2] Samtidig rejser selskabsformen en række vanskeligt håndterlige spørgsmål, der indebærer en risiko for, at forfattere skriver forbi hinanden. Se eksempelvis diskussionen mellem *John Peter Andersen* og *Jørgen Nørgaard* i UfR 1983B s. 373 ff., UfR 1984B s. 279 ff., UfR 1984B s. 380 ff. og UfR 1985B s. 83 f.

[3] Noget tyder dog på, at revisorer ikke i samme grad er tilbageholdende med at anvende de stille selskaber, navnlig da selskabsformen kombinerer en række kvaliteter - anonymitet, overskudsandel, skattemæssig afskrivningsret, skattemæssigt underskudsfradrag osv.

[4] Der foreligger selvsagt ingen kvantitative oplysninger om forekomsten af de stille selskaber, og i den juridiske litteratur forekommer kun enkelte udtalelser om udbredelsen. En erfaren selskabsadvokat som *Niels Mørch* udtaler således i "Valg af selskabsform" s. 66, at antallet af stille selskaber sandsynligvis i praksis er ganske betydeligt. Om samme spørgsmål udtaler *Werlauff* i "Selskabsret" s. 117, at der ikke kan siges noget sikkert om udbredelsen af fænomenet, men at de stille selskaber må antages at forekomme ganske

artikel er derfor at undersøge, om de foreliggende retskilder giver mulighed for at udtale sig med en større sikkerhed på dette område. En række forfattere har i forvejen beskæftiget sig med emnet, så ambitionen skal næppe sættes højt. Men selv en begrænset yderligere afklaring vil være en fordel for de advokater og revisorer, der er opmærksomme på det stille selskabs anvendelsesmuligheder, samt for skattemyndigheder, voldgiftsretter og eventuelt domstole, der ind imellem møder sådanne problemer.

Konklusionerne i det følgende kan sammenfattes således:

- Der består i den juridiske litteratur tre noget forskellige opfattelser af begrebet "det stille selskab".
- Dette indebærer, at udsagnene i den juridiske litteratur om de stille selskabers retsforhold ikke altid er forenelige.
- Betegnelsen "det stille selskab" er ikke en hensigtsmæssig kategori, når den anvendes som fællesbetegnelse for meget forskelligartede retlige fænomener.
- Retskildematerialet synes at vise, at det er muligt at udskille en praktisk velegnet selskabsform - det indre selskab - for hvilket der kan formuleres et sæt af deklaratoriske regler. Selskabet adskiller sig fra et kommanditselskab ved, at den indre deltagers indskud ikke er tilkendegivet over for omverdenen gennem selskabsnavnet, cirkulæreskrivelse m.v. Samtidig indebærer den indre deltagers medejendomsret i form af en nettoandel af selskabsformuen, at der ikke foreligger låneforhold eller andet retligt fænomen, der skal behandles efter de kreditretlige regler. Dette er de mere sikre konklusioner af undersøgelsen.
- Udskillelsen af det indre selskab som en selvstændig selskabsform synes samtidig at få den konsekvens, at det resterende "stille selskabsområde" kan anses for reguleret af kreditretlige regler og principper (og betegnes derfor her som "de atypiske låneforhold"). Sidstnævnte konklusion er mindre sikker, men synes i god overensstemmelse med den foreliggende domspraksis. Samtidig indebærer denne løsning, at der tilvejebringes en bedre overensstemmelse mellem den selskabsretlige og den skatteretlige klassifikation med deraf følgende retstekniske fordele.

---

ofte. Ligeledes udtaler *Nial* s. 40, at stille selskaber ("tysta bolag") må antages at forekomme i et betydeligt antal i Sverige.

2. Problemstillingen

Spørgsmålet om at anvende det stille selskab som organisationsform aktualiseres, hvor en person – *indskyderen*[5] – skal foretage et kapitalindskud eller realindskud[6] i en virksomhed[7] drevet af en (eller flere) andre – *hovedmanden* (*hovedmændene*). To forhold antages i almindelighed[8] at karakterisere det stille selskab: For det første at parterne har aftalt, at indskyderen skal være anonym, dvs. at omverdenen ikke modtager en direkte information om hans deltagelse eller indskud. For det andet at indskyder tager del i virksomhedens overskud (og eventuelt tillige i underskud).

Indskudsaftalen giver selvsagt langt fra altid svar på de juridiske problemer, der kan opstå i et sådant samarbejde. Der er derfor behov for et deklaratorisk regelsystem, der kan udfylde aftalen, ligesom der skal formuleres regler på de områder, der ikke er undergivet parternes aftalefrihed (de præceptive områder). Spørgsmålet er, om grundlaget for et sådant regelsystem skal hentes i kreditretten eller i selskabsretten. Svaret på dette spørgsmål hænger sammen med, hvorledes man opfatter det stille selskab.

3. De tre forskellige opfattelser af det stille selskab i den juridiske teori

En kategorisering af den juridiske teori vil uvilkårligt indebære en vis forenkling og forgrovning. Men med dette forbehold synes det muligt at fordele opfattelserne i den juridiske teori på tre grupper:

---

5 Selv om det næppe er det almindelige, kan der være flere anonyme indskydere i samme virksomhed. Det er hævdet i teorien (se eksempelvis *Torp* s. 168, *Platou* s. 187 og til dels *Nial* s. 420), at der herved opstår lige så mange stille selskaber, som der er indskydere. Som fremhævet af *Roos* s. 159 er det usikkert, hvad der nærmere ligger i denne konstruktion og hvilke retlige virkninger, der følger af denne. Den vil normalt heller ikke svare til det faktiske forhold. Hvis flere stille deltagere foretager indskud i en virksomhed, vil dette normalt være et led i et samlet arrangement, hvor den ene stille deltagers forhold efter omstændighederne *kan* få betydning for de andres forhold, se også i denne retning *Nial* s. 420.

6 Indskud må også kunne erlægges i form af at stille et produktionsaktiv til rådighed for samarbejdet (Se *Sindballe/Klerk* s. 125), ligesom indskyder undertiden tillige arbejder i virksomheden, se eksempelvis *U 1932.435 HD* og *U 1915.422 HD*. Præsterer indskyder alene en arbejdsindsats, er der snarere tale om et ansættelsesforhold honoreret gennem en overskudsandel, se også *Augdahl* s. 219. Ligeledes kan der i den førnævnte situation være tale om en overskudsbaseret lejebetaling. Da et kapitalindskud imidlertid vil være det helt sædvanlige (eventuelt suppleret med en deltagelse i den overordnede ledelse), vil denne situation navnlig haves for øje i det følgende.

7 Der vil være tale om hovedmandens samlede virksomhed, eller om en enkelt aktivitet inden for denne. Ligeledes kan det stille selskab gøres tidsbegrænset eller begrænset til gennemførelsen af en bestemt forretning.

8 Se således *Sindballe/Klerk* s. 123 f.

1. Det stille selskab er et selskabsforhold med indskyder som selskabsdeltager.
2. Det stille selskab er et låneforhold med indskyder som kreditor.
3. Det stille selskab er en samlekategori, der omfatter såvel selskabsforhold som låneforhold.[9]

Opfattelsen af det stille selskab som et selskabsforhold synes således at deles af Carl Torp: "Den danske selskabsret", 1919, s. 167 ff., (lidt afvigende i forhold til Carl Torp: "Om interessentskab", 1904, s. 167), Kristian Sindballe: "Dansk selskabsret I", 1928, s. 192 ff., (samt Sindballe/Klerk s. 124 f.), Gomard s. 119, Mørch s. 66, samt Augdahl s. 217 ff. Derimod anser så vidt ses alene Werlauff s. 117 ff., det stille selskab som et låneforhold. Opfattelsen af det stille selskab som en samlekategori deles nærmest af Carl Martin Roos: "Om sleeping partners" i TfR 1991 s. 156 ff., (der dog netop undlader at anvende "stille selskabs"-begrebet), John Peter Andersen i UfR 1983B s. 373 ff., og UfR 1984B s. 380 ff., Jørgen Nørgaard i UfR 1984B s. 279 ff., og UfR 1985B s. 83 f., Mette Neville: "Boligfællesskaber i selskabsform", 1993, s. 71 samt Lars Hedegaard Kristensen i "Selskabsformerne" s. 44 ff.

Det kan derfor ikke undre, at der i den juridiske teori forekommer udsagn om det stille selskab, der kan være vanskelige at forene. Udsagn om, at en bestemt regel er gældende for "de stille selskabers vedkommende", vil derfor ofte være korrekt for nogle "stille selskabstyper", men ikke for andre. Det bør derfor undersøges, om en afklaring kan opnås ved en opdeling af samlekategorien "de stille selskaber". Om dette er meningsfuldt og forsvarligt beror på, i hvilket omfang det er muligt at formulere fælles regler for de udskilte kategorier.

Til illustration kan nævnes spørgsmålet: Har den stille deltager adgang til at anmelde sit krav mod den ansvarlige deltager i dennes konkursbo på lige fod med de (øvrige) kreditorer. Spørgsmålet svares bekræftende af Sindballe/Klerk s. 126, af Mørch s. 71, af Werlauff s. 120, og af Bernhard Gomard s. 119. Spørgsmålet besvares derimod benægtende af John Peter Andersen i UfR 1983B s. 273 ff. og UfR 1984B s. 380 ff. samt mere nuanceret af Michelsen i "Dansk privatret", 6. udgave 1988, s. 578 f. De to sidstnævnte forfattere har netop knyttet den afvigende besvarelse til det forhold, at indskyder har medejendomsret til virksomheden. Dette er velbegrundet, da Vestre Landsret i UfR 1978.205 VLD ("Revisorens flisefabrik")[10] netop har fastslået, at nogle stille deltagere med medejendomsret ikke kunne anmelde deres krav i hoveddeltagerens konkursbo på lige fod med de øvrige kreditorer.

I den pågældende sag (U 1978.205 VLD) havde en række investorer købt såkaldte "stille anparter" i en oprindelig enkeltmandsvirksomhed (en flisefabrik ejet af deltagernes revisor), hvorved de fik andel i selskabets overskud og en medejendomsret til virksomhedens aktiver. Landsretten lagde afgørende vægt på indskydernes medejendomsret til virksomhedens aktiver ved afgørelsen af, om indskyderne var selskabsdeltagere eller långivere. Medejendomsretten havde været en forudsætning for, at indskyderne skattemæssigt kunne afskrive på selskabets produktionsaktiver, hvilket var et afgørende element i det pågældende skattearrangement. Landsrettens flertal udtalte:

---

9 Undertiden beskrevet som en kategori omfattende retsforhold, der er undergivet enten selskabsretlige eller kreditretlige regler - evt. reguleret af begge regelsystemer.

10 Se om dommen *John Peter Andersen* i U 1983B s. 373 ff. og U 1984B s. 380 ff., samt *Jørgen Nørgaard* i U 1984B s. 279 ff. og U 1985B s. 83 f. Se også U 1896.4 SHD ("Ludvigsens Kaffeforretning"), hvor der var tillagt indskyderen medejendomsret til virksomhedens aktiver, og hvor hans krav på tilbetaling af sit indskud (med reguleringer) måtte stå tilbage for de øvrige kreditorer i konkurs.

»Ved etablering af et sådant selskabsforhold, hvor de stille deltagere er indtrådt som medejere af virksomheden, findes det at måtte følge af forholdets natur, at selskabsformuen - herunder de stille deltageres indskud - i givet fald i første række skal tjene til opfyldelse af selskabets forpligtelser overfor tredjemand, og at deltagernes krav på tilbagebetaling af indskud derfor må stå tilbage for selskabskreditorernes krav«.[11]

Den opståede uklarhed har måske også en vis sammenhæng med den oprindelige begrebsfastlæggelse, således som denne kom til udtryk hos Sindballe/Klerk s. 111 og s. 123-127. Karakteristisk for kommanditselskabet er ifølge forfatterne, at det ved anmeldelse til Handelsregisteret,[12] ved cirkulærer eller på anden måde er tilkendegivet tredjemand, at der foreligger et kommanditindskud. Hvor dette ikke er tilfældet, foreligger der et stille selskab. Ved kommanditselskaber forudsætter forfatterne, at både komplementarer og kommanditister har en medejendomsret til selskabsformuen, jf. at såvel komplementaren som kommanditistens særkreditorer (alene) kan tilegne sig deltagernes nettoandel i fællesformuen (Sindballe/Klerk s. 117). Derimod forudsætter forfatterne ved de stille selskaber, at fællesformuen alene ejes af den ansvarlige deltager (Sindballe/Klerk s. 125), således at den stille deltager alene kan rette et pengekrav mod den ansvarlige deltager. Herved opstår et mellemområde mellem kommanditselskabet og det stille selskab karakteriseret ved, at indskyderen ikke er kendt af omverdenen (og kan derved ikke være kommanditist) samtidig med, at indskyder har medejendomsret til virksomhedens aktiver (og dermed ikke kan være stille deltager i den ovenfor angivne forstand). Det var netop i et sådant tilfælde, at problemerne blev aktuelle i den ovenfor omtalte U 1978.205 VLD ("Revisorens flisefabrik"). Problemerne *kunne* været løst ved at udskille dette område som en særlig kategori forskellig fra kommanditselskabet og de øvrige "stille selskaber". Det nedenfor forsøgsvist opstillede begreb "det indre selskab" er netop udtryk for denne tankegang.

---

[11] *Gomard* behandler s. 120 spørgsmålet om den stille deltagers anmeldelsesret i den ansvarlige deltagers konkursbo ud fra synspunkter, der er knyttet til de ydre selskabsforhold. Det antages, at den stille deltager har lige anmeldelsesret, medmindre virksomheden har givet omverdenen indtryk af at have modtaget kapitalindskud som kommanditindskud eller som ansvarlig kapital, eller den stille deltager har afgivet en tilbagetrædelseserklæring (og den stille deltagers medejendomsret antages ikke at indebære en tilbagetrædelseserklæring). Tankengangen hentes fra de uegentlige tredjemandsløfter: Da de indre aftaler mellem den ansvarlige deltager og den stille deltager ikke sigter på at stifte ret for tredjemand, kan kreditorerne ikke påberåbe sig disse. Men man kan rejse spørgsmålet, om der ikke er grund til at gå videre og inddrage egentlige selskabsretlige tankegange. Den ansvarlige og den stille deltager driver i fællesskab en erhvervsmæssig virksomhed, som de ejer i bestemte nettoandele. Det kan anses at være en følge af selskabssamarbejdets karakter, at den stille selskabsdeltager ikke kan optræde med en selskabsdeltagers beføjelser og fordele, når virksomheden går godt, og herefter at indtræde i en kreditors gunstigere retsstilling, når virksomheden bryder sammen. Dette var netop landsrettens ræsonnement i *U 1978.205 VLD* og giver efter min mening de mest tilfredsstillende resultater. Denne antagelse er ikke uforenelig med det nedenfor angivne synspunkt, at kreditor ikke kan påberåbe sig deltagernes interne aftaler om hæftelsen. Om der i det interne forhold foreligger et lån eller et selskabsforhold er ikke undergivet parternes ubetingede aftalefrihed. Afgørende vil være, hvorledes forholdene må klassificeres ud fra de foreliggende faktiske forhold. Forskellig herfra er spørgsmålet, om tredjemand kan støtte ret på aftaler mellem parterne om retsvirkninger, der adskiller sig fra dem, der følger af den pågældende klassifikation af retsforholdet. Afgørende herfor bliver, om der foreligger et egentligt tredjemandsløfte.

[12] Denne anmeldelsesmulighed bortfaldt ved erhvervsvirksomhedslovens ikrafttræden den 1.1.1995, hvor handelsregistrene blev ophævede.

4. Forsøgsvis opstilling af to kategorier: Det indre selskab og de atypiske låneforhold

Ud fra en videnskabelig synsvinkel er det forsigtigste naturligvis blot at fastholde, at det stille selskab er en samlekategori, hvorom lidet generelt kan siges – bortset fra områdets karakteristika: anonymiteten og overskudsandelen. Det må herefter afgøres ud fra en række nærmere opregnede faktorer, om de selskabsretlige eller de kreditretlige regler skal finde anvendelse. Som tidligere fremhævet efterlades juridiske praktikere herved "på herrens mark" med meget få fastere holdepunkter. Også ud fra en teoretisk synsvinkel kan situationen forekomme mindre tilfredsstillende. Det er derfor nærliggende at overveje, om der fra området "det stille selskab" kan udskilles et delområde, hvor det er muligt med en større sikkerhed at udtale sig om retsstillingen. Hvis det samtidig bliver muligt at udtale sig med større sikkerhed om restområdet baseret på den foreliggende domspraksis, vil dette yderligere legitimere opdelingen.[13]

4.1. Det indre selskab

4.1.1. Begrebsfastlæggelse

I det følgende vil der blive taget udgangspunkt i det relativt sikre område – for herfra at bevæge sig ind i det stadig mere usikre område.

Det klassiske[14] kommanditselskab er en velkendt og indarbejdet selskabsform, for hvilken den juridiske teori[15] har opstillet en række deklaratoriske regler. Selv om der er visse nuancer i opfattelsen, er der en betydelig enighed om dette regelsæts indhold. Det klassiske kommanditselskab i sin typiske form består af én – undtagelsesvis flere – komplementarer, der hæfter fuldt ud for virksomhedsgælden (dvs. personligt, solidarisk og principalt), og af en eller flere kommanditister, der alene "hæfter" med det tegnede indskud. Har kommanditisten indbetalt det fulde indskud til komplementaren/kommanditselskabet, kan han ikke pålægges yderligere indbetalingspligter.[16] Dette gælder, selv om hans fastsatte andel i selskabets underskud overstiger det indbetalte indskud. Kun hvor kommanditisten endnu

---

[13] Man bør naturligvis være tilbageholdende med at opstille nye begreber, og navnlig med at opdele kendte kategorier i nye selskabsformer. Særdeles gode grunde skal tale herfor. Eksempelvis at opdelingen muliggør en yderligere afklaring af af retstilstanden. Det er påstanden, at dette er tilfældet ved de stille selskaber.

[14] Sat i modsætning til skattekommanditselskabet, hvor anparterne udbydes offentligt gennem avisannoncer til personer, der ønsker at opnå en (midlertidig) skattereduktion. Ligeledes undtages herved kombinationsselskaberne, dvs. kommanditselskaber med et aktieselskab eller et anpartsselskab som komplementar.

[15] Se *Torp*: "Om interessentskab", 1904, s. 164 ff., *Sindballe/Klerk* s. 111 ff., "Anparter" s. 51 ff., *Mørch* s. 55 ff., "Selskabsformerne" s. 126 ff., og til dels *Hørlyck* forskellige steder i "Interessentskaber og konsortier".

[16] Medmindre kommanditisten har påtaget sig en videregående hæftelse i form af kaution e.lign. for selskabets gæld, hvad der ofte er tilfældet ved skattekommanditselskaberne.

ikke har indbetalt det fulde indskud, kan han blive forpligtet til at foretage yderligere indbetalinger.[17]

Nogle få deklaratoriske regler for kommanditselskaberne skal kort repeteres. Kommanditselskabet driver en erhvervsmæssig virksomhed, hvis egenkapitalgrundlag består af indskuddene fra komplementaren(-ne) og kommanditisten(-ne). Den daglige ledelse vil normalt blive forestået af komplementaren, hvilket også er indeholdt i den deklaratoriske regel. At der foreligger et selskabssamarbejde signaleres over for omverdenen gennem selskabsbetegnelsen "kommanditselskab" eller "K/S", jf. erhvervsvirksomhedslovens § 6, stk. 4. Det klassiske kommanditselskab skal ikke anmeldes til registrering i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (og *kan* heller ikke anmeldes). Omverdenens kendskab til, at der er yderligere deltagere i form af kommanditister, beror således i første række på den anvendte selskabsbetegnelse.[18] Komplementarernes navne kan, men behøver ikke, at indgå i selskabsnavnet, idet rene fantasinavne er fuldt ud lovlige, eksempelvis "Multiflex K/S".[19] Medkontrahenterne og den finansierende bank får typisk kendskab til kommanditisternes identitet gennem informationer fra dem, der repræsenterer selskabet. Ved en kreditvurdering har kommanditisternes navne en mere begrænset interesse, navnlig hvor disse har indbetalt det fulde selskabsindskud.

Fra det klassiske kommanditselskab kan man herefter bevæge sig ind i det område, der traditionelt betegnes som det stille selskab. Man kan i første række forestille sig et sådant klassisk kommanditselskab blot med den forskel, at kommanditisternes deltagelse ikke oplyses over for omverdenen - hverken gennem selskabsbetegnelsen[20] eller gennem egentlige informative meddelelser til omverdenen.[21]

---

17 Komplementaren kan som deklaratorisk udgangspunkt fordre, at kommanditisten indbetaler sit restindskud, når det er nødvendigt af hensyn til kommanditselskabets forsvarlige drift, jf. "Anparter" s. 37, og "Selskabsformerne" s. 133. Det vil dog ofte være direkte udtalt i selskabskontrakten, at komplementaren har ret til at kræve restindskuddene indbetalt, når selskabets likviditet kræver det, eller at indbetaling skal ske, når kommanditistens andel af selskabets underskud overstiger den allerede indbetalte del af indskuddet.

18 Kommanditisternes navne bør ikke indgå i selskabsnavnet, da de herved kan blive anset som komplementarer med deraf følgende risiko for personlige hæftelse.

19 Se forarbejderne til erhvervsvirksomhedsloven i FT 1993/94, afd. A, sp. 1678.

20 Efter erhvervsvirksomhedsloven § 6, stk. 4, kan ("må") kommanditselskaber benytte denne betegnelse eller forkortelse heraf, men nogen pligt hertil består ikke. Se modsat erhvervsvirksomhedslovens § 6, stk. 6, om virksomheder med begrænset ansvar, hvor ansvarsbegrænsningen skal angives i tilknytning til virksomhedsnavnet.

21 Afgørende for afgrænsningen mellem kommanditselskaber og stille selskaber er således, om tilstedeværelsen af de sekundære deltagere åbent er tilkendegivet gennem selskabsbetegnelsen, se tilsvarende *Roos* s. 164 og *Jakhelln* s. 435 (modsat *Augdahl* s. 198 f., der for norsk rets vedkommende lægger vægt på, om selskabsformuen er fælleseje og om selskabsgælden er fælles gæld). Ved anvendelsen af betegnelsen "kommanditselskab" eller "K/S" bliver tredjemand informeret om, at der foreligger et samarbejde med deltagere, hvis bidrag er begrænset til et bestemt indskud, samt at selskabskreditorerne har fortrinsret til virksomhedsaktiverne frem for hovedmandens særkreditorer (sidstnævnte har dog kun betydning, hvor der alene er en hoveddeltager, idet reglen ellers i forvejen ville være gældende i kraft af de almindelige regler for interessentskaber og kommanditselskaber).

Dette betager ikke samarbejdet dets karakter af at være et selskabsforhold, se en tilsvarende forudsætning hos Sindballe/Klerk s. 123 ff.

> Således kan der ikke opstilles noget krav om, at et selskabsforhold skal tilkendegive sig som sådanne over for omverdenen, se tilsvarende den norske selskapslovs § 1 - 2 (1) (c) og forarbejderne hertil (NOU 1980:19 s. 58 og s. 105). Et selskabsforhold kan således alene være et internt anliggende mellem deltagerne. Omvendt kan situationen være den, at nogle personer over for omverdenen kan blive stillet som om de var selskabsdeltagere, selv om der ikke i deres indbyrdes forhold er tale om en selskabsdeltagelse. Illustrerende er den danske dom U 1956.1086 VLD ("Berg og Hansen"), hvor den ansatte repræsentant Hansen blev optaget i firmanavnet, uden at der samtidig mellem parterne blev stiftet et selskabsforhold. Da virksomhedens kreditorer herefter med føje måtte anse Hansen for interessent, kom han personligt til at hæfte over for disse kreditorer. Se tilsvarende U 1971.868 ØLD.

Et selskab som det beskrevne (med medejendomsret for selskabsdeltagerne) omfattes af begrebet "det stille selskab", idet det opfylder de to antagne karakteristika for sådanne selskaber:[22] At en eller flere af deltagerne er anonyme, og at disse tager del i over-/underskud eller i det mindste i overskud.

Denne type selskabssamarbejder kan herefter betegnes som "de indre selskaber".[23] Herved fremhæves det helt karakteristiske: at selskabsforholdet er et indre anliggende mellem selskabsdeltagerne, der ikke kommer til omverdenens kundskab. Det indre selskab har to typer af selskabsdeltagere: den (eller de) ansvarlige deltager, der fremtræder over for omverdenen som indehaver(e) af virksomheden og som hæfter personligt for gælden. Og den (de) indre deltager(e), der ikke kendes af omverdenen og som normalt alene "hæfter"[24] med det aftalte indskud.[25]

> Betegnelsen "det indre selskab" har ikke tidligere været anvendt i dansk ret. Betegnelsen kendes fra den norske selskapslovs § 1 - 2 (1) (c), der definerer et indre selskab som et selskab, der ikke optræder som sådant over for tredjemand.[26] På dette punkt er der således en

---

22 Se *Sindballe/Klerk* s. 123 ff., og "Selskabsformerne" s. 44. Ifølge den norske selskapslovs § 1 - 2 (1) (d), er det karakteristiske for den stille deltager anonymiteten og at deltagernes ansvar er begrænset til et bestemt beløb (hvad der er helt sædvanligt i Danmark, men næppe et begrebsmæssigt element). Samtidig følger det af den deklaratoriske bestemmelse i § 2 - 25 (1), at den stille deltager tager del i både *overskud* og *underskud*

23 Der hersker formentlig forskellige opfattelser af, hvor langt man kan bevæge sig ind i det stille selskabs område og stadig være omfattet af de selskabsretlige regler. Men det er utvivlsomt, at dette er tilfældet et stykke ad vejen. Det er dette område, der i det følgende betegnes "det indre selskab" for at undgå enhver anvendelse af den uheldige "stille selskabsterminologi" med deraf følgende associationer.

24 Om den ofte mindre træffende anvendelse af hæftelsesbegrebet, se "Selskabsformerne" s. 6.

25 Man kan udmærket forestille sig, at den stille deltager er tillagt en underskudsandel *uden* beløbsbegrænsning, således at deltagerne i det indre forhold har en retsstilling, der svarer til en interessents. Dette var således tilfældet i *U 1990.174 HD* ("Den stille baronesse").

26 I den norske selskabslov af 1985 opereres der med to selvstændige begreber: "Det indre selskap" som defineret i § 1 - 2 (1) (c) og "den stille deltager" som defineret i § 1 - 2 (1) (d). Sidstnævnte er fastlagt som en deltager for hvilken det er aftalt, at han ikke skal fremtræde over for omverdenen, ligesom hans hæftelse er begrænset til et nærmere fastsat beløb. Stille deltagere kan forekomme i enkeltmandsvirksom-

overensstemmelse med det foreslåede begreb. Men overraskende nok fremgår det af en kombination af denne bestemmelse med selskapslovens § 2 - 4 (1), at deltagerne i det indre selskab som udgangspunkt hæfter personlig og solidarisk over for selskabskreditorerne!, medmindre andet er aftalt, jf. lovens § 2 - 4 (4).[27] En sådan regel forekommer noget fremmed for dansk tankegang og beror måske på en lapsus.[28] Hos os kan en virksomhedskreditor normalt ikke rejse et selskabskrav mod en deltager, som ikke var kreditor bekendt.

Afgørende er således, hvad en gennemsnitlig medkontrahent/kreditor med rette måtte forvente ud fra den måde, hvorpå den stille deltager (indre deltager) fremtrådte over for omverdenen. Som udgangspunkt kender medkontrahenter og kreditorer ikke den stille deltagers (indre deltagers) eksistens og har ingen forventning om dennes medhæften. Kun helt undtagelsesvist fremtræder den stille deltager (indre deltager) i et eller andet omfang over for omverdenen. I forhold til kreditorerne kan spørgsmålet derfor rejses, om den stille deltager (indre deltager) over for den pågældende kreditor har fremstået som en personligt hæftende selskabsdeltager - hvad han således ikke var - eller om kreditor på andet grundlag havde en berettiget forventning om at få et krav mod den stille deltager. Domspraksis tegner et efter omstændighederne rimeligt klart billede. Afgørende bliver således, *om* den stille deltager (indre deltager) havde optrådt udadtil som om han var en personlig hæftende selskabsdeltager, *om* kreditor i øvrigt havde kendskab til selskabsforholdet, og *om* den stille deltagers (indre deltagers) adfærd i øvrigt havde givet kreditor en berettiget forventning om at få et krav mod denne. Tankegangen synes lagt til grund for dommene U 1961.255 ØLD ("Marketenderierne i haveforeningerne"), U 1959.351 HD ("Vibenhus Auto") og U 1951.24 HD ("Terslin Radio II"). Samme tankegang synes også til dels at ligge bag dommene U 1923.71 HD og U 1915.422 HD ("C. F. Riedels Eftflg.").[29] Selv om de for kreditor ukendte deltagere ifølge den interne selskabsaftale har forpligtet sig til at "hæfte solidarisk" for selskabsgælden, kan kreditor ikke påberåbe sig dette. Sådanne kontraktsbestemmelser kan normalt ikke anses for egentlige tredjemandsløfter, der kan påberåbes af den begunstigede tredjemand.

I det foreslåede "indre selskabsbegreb" ligger således, at den indre deltager har "medejendomsret"[30] til selskabets aktiver[31] - være sig inventar, produktionsap

---

heder, interessentskaber, kommanditselskaber - og i indre selskaber, se "Selskapsloven - kommentarutgave" s. 63 f. Det indre selskab kan således bestå af en ansvarlig deltager og en stille deltager ligesom i Danmark (men behøver ikke at gøre det). Det indre selskab kan også være et selskabssamarbejde mellem flere virksomheder, der hver for sig fremstår eksempelvis som enkeltpersonsvirksomheder over for omverdenen.

27 Det må således være qua deres deltagelse i det indre selskab, at de hæfter på denne måde. At deltagerne på andet grundlag eventuelt hæfter personlig og solidarisk ligger uden for selve selskabsformens retsvirkninger.

28 *Geier Woxholth*, der efter det oplyste var med ved lovens forberedelse i justitsdepartementet, skrev i 1. udgaven af "Selskapsloven - kommentarutgave" s. 70, at bestemmelsen i § 2 - 4 (4) kan der "trolig sees bort fra"!, idet det indre selskab ikke kan have selskabsforpligtelser. I det indre selskab vil kun de enkelte deltagere kunne stå som forpligtede udadtil - solidarisk eller hver for sig afhængig af kontraktsforholdet. Bemærkningerne - med udeladelse af den første udtalelse! - er gentaget i 5. udgaven af "Selskapsloven - kommentarutgave" s. 92.

29 Denne dom, der har interesse både for det ydre og det indre forhold, er nærmere omtalt nedenfor i afsnit 5.2 og i afsnit 6.

30 Begrebsmæssigt er der intet til hinder for, at der kan opstå en medejendomsret i det indre forhold mellem den ansvarlige deltager og den indre deltager *uden* at den indre deltagers medejendomsret kan gøres gældende over for tredjemand. Situationen er velkendt for en række andre retsområder. Eksempelvis hvor

parat, råvarer, færdigvarer osv.[32] Den indre deltagers andel fastsættes som ellers i personselskabsretten som en ejerbrøk, dvs. som en nettoandel[33] af selskabsformuen bestående af virksomhedens aktiver fratrukket virksomhedens gæld. Ejerbrøken vil normalt fremgå af selskabsaftalen - allerede da det er en forudsætning for at kunne foretage skattemæssige afskrivninger på virksomhedsaktiver, at den pågældende deltager over for skattemyndighederne kan dokumentere sin andel af det enkelte produktionsaktiv. Ejerandelen får også betydning i en række selskabsretlige relationer: Selskabsretligt udtrykker ejerandelen, hvad der er genstand for overdragelsen[34], når den indre selskabsdeltager overdrager sin selskabsandel. Udtræder den indre deltager af selskabet, får han udbetalt denne andel (samt kapitalkontoen), medmindre der er aftalt eller forudsat en anden udbetalingsordning (hvad der ofte synes at være). Ejerandelen angiver herudover fordelingsnøglen for likvidationsprovenuet (medmindre andet er aftalt). Ved individualforfølgning og konkurs rettes kravet mod ejerandelen (samt kapitalkontoen), ikke-udbetalt løn, renter af kapitalkontoen og refusionskrav over for selskabet.

Skatteretligt får ejerandelen som nævnt betydning for hvad der er genstand for den stille deltagers afskrivningsadgang: Afskrivninger kan således foretages på den bruttoandel af det enkelte produktionsaktiv (fabriksbygninger, maskiner osv.), som svarer til den stille deltagers ejerandel. Ligeledes får den betydning, når produktionsaktiver sælges: Skattepligtige avancer og genvundne afskrivninger på det solgte aktiv kommer til beskatning hos deltageren for så vidt angår dennes ejerandel.

Selv om den anonyme selskabsdeltager både tager del i overskud og har medejendomsret til selskabets aktiver kan der dog forekomme ganske særlige tilfælde,

---

en ejer af en fast ejendom overdrager halvdelen af denne til sin samleverske uden at dennes adkomst tinglyses. I det indre forhold mellem parterne foreligger et sameje, og værdistigninger/-tab på ejendommen fordeles mellem de to ejere i overensstemmelse med ejerbrøkerne. Men ligeså klart er det, at samleversken ikke kan påberåbe sig dette utinglyste ejerforhold over for den tinglyste ejers kreditorer (der således kan tilegne sig den fulde ejendom uden hensyntagen til samleverens medejendomsret på samme måde som den ansvarlige deltagers kreditorer).

31 Selv om *Roos* ved afgrænsningen lægger vægt på en række faktorer, indtager medejendomsretten dog en central placering. Således fastslås det s. 178, at har indskyder andel i virksomhedsformuen, udelukker dette i reglen anvendelsen af lånereglerne. Dog med den reservation, at det herved forudsættes, at indskyder reelt får del i eventuelle værdistigninger på selskabets aktiver.

32 Der er som tidligere omtalt intet til hinder for, at inventar og produktionsapparat alene ejes af den ansvarlige deltager - eller den indre deltager for den sags skyld - og at alene brugsretten indskydes i det indre selskab. Når selskabet får indtægter, vil der dog altid opstå en selskabsformue - som minimum omfattende selskabets kassebeholdning, bankindeståender og aktiver indkøbt herfor.

33 Se om dette begreb "Selskabsformerne" s. 64 f. og s. 66.

34 Omfattet af overdragelsen er normalt også kapitalkontoens indestående samt den allerede optjente andel af selskabets overskud for perioden fra det løbende regnskabsårs begyndelse og indtil overdragelsen. Også andre selskabsrettigheder kan indgå i overdragelsen, eksempelvis refusionskrav mod selskabet og ikke-udbetalt løn.

hvor han ikke bliver kvalificeret som selskabsdeltager. Domstolene må her – som det er velkendt inden for en række andre retsområder – kunne korrigere klassifikationen ud fra en realitetsbetragtning. Er eksempelvis ejerandelen af en helt underordnet betydning i den samlede konstruktion, kan forholdet alligevel anses for et lån.

Dette synes således at have været tilfældet i U 1955.967 SHD ("Cromna-nøglen"), hvor forskellige personer havde indskudt kapital i et allerede bestående interessentskab mod at få en bestemt procentdel af overskuddet og den samme procentdel af nettoformuen. Procenterne strakte sig fra ½%-5%. Sø- og Handelsretten gav indskyderne ret til at anmelde sig som kreditorer i de ansvarlige deltageres konkursboer på lige fod med de øvrige kreditorer. Som begrundelse udtalte retten, at forholdet mellem indskyderne og de ansvarlige deltagere "uanset de foran omtalte overenskomster reelt nærmest må betragtes som et låneforhold og ikke som et selskabsforhold".[35]

4.1.2. De deklaratoriske regler for det indre selskab

I den juridiske litteratur hersker der en betydelig enighed om, at de deklaratoriske regler for kommanditselskaber i hvert fald som udgangspunkt finder anvendelse på det stille selskab (her: det indre selskab).[36] Som det fremgår af det følgende, kan der dog bestå sådanne relevante forskelle mellem de to selskabsformer, at reglernes indhold må modificeres i lyset heraf.

Når teorien beskæftiger sig med de stille selskaber vedrører dette normalt de begrebsmæssige forhold. Kun få værker beskriver det deklaratoriske regelgrundlag for de stille selskaber.[37] I hvert fald, når der som her foretages en opdeling mellem de to kategorier – det indre selskab og de atypiske låneforhold – er der behov for forsøgsvist at fastlægge disse regler.

Vedrørende stiftelsen:

Virksomhedsnavnet bør som nævnt ikke indeholde den indre deltagers navn og er i øvrigt reguleret gennem erhvervsvirksomhedslovens § 6.[38] Selskabsformen tilkendegives selvsagt ikke. Det anses i teorien ikke for uforeneligt med indre selskabsdeltagelse, at den indre deltagers navn oplyses over for selskabets bank og større forretningspartnere. Også skattevæsenet bliver naturligvis bekendt med selskabsdeltagelsen i forbindelse med den indre deltagers indsendelse af selvangivelse. Men der kan være grund til at gå videre. Et indre selskab ændrer næppe karakter, selv om andre bliver bekendte med den indre deltager. Afgørende må

---

[35] En videregående realitetsprøvelse kendes fra skatteretten. Denne bliver navnlig aktuel, hvor der er risiko for et misbrug af det skatteretlige regelsystem, dvs. at et givet realforhold "iklædes" en formel form, der ikke svarer til realiteten, men som bringer forholdet ind under gunstigere skatteretlige regler. Her kan skattemyndighederne uden videre gribe korrigerende ind og klassificere retsforholdet i overensstemmelse med realiteterne, jf. således "Skatteretten 1", 2. udgave 1995, s. 62 ff. og s. 103 f.

[36] Se således *Sindballe/Klerk* s. 124, *Mørch* s. 69 og *Hørlyck* s. 40.

[37] Dette gælder således navnlig *Sindballe/Klerk* s. 124 f. og *Mørch* s. 68 ff.

[38] Det indre selskab er sprogligt omfattet af EVL's "kommanditselskabsdefinition" i § 2, stk. 2, og dermed af loven, jf. § 1, stk. 2.

være, at det alene er den ansvarlige deltager, der optræder som virksomhedsindehaver over for omverdenen, og at aftaler indgås i dennes navn (selv om den indre deltager undtagelsesvis "som ansat" har forestået kontraktsindgåelsen). Der må derimod ikke være givet en egentlig informativ meddelelse om den stille deltager til en større kreds, eksempelvis gennem en cirkulæreskrivelse,[39] se herom U 1916.77 HD.[40]

Deltagerne kan – både på den ansvarlige deltagers og på den indre deltagers side – være fysiske eller juridiske personer, herunder alle former for selskaber (endog fonde). Den (de) indre deltagerens selskabsindskud vil normalt ske i form af kapital, men der kan også indskydes produktionsaktiver, e.o. brugsret til sådanne, tillige arbejdskraft osv. Er ejerandelenes størrelse og/eller fordelingen af overskud (evt. underskud) ikke aftalt, er der i personselskabsretten en tilbøjelighed til at vælge den mest grundlæggende af alle delingsnormer: ligedeling. Men da det indre selskab rummer to meget forskellige deltagergrupper, kan der være grund til at fravige dette udgangspunkt. Der savnes fastere holdepunkter for formuleringen af en deklaratorisk regel samtidig med, at en ligedeling synes utilfredsstillende. Derimod er det muligt at begrunde en løsning *inden for* disse grupper. Er der således flere ansvarlige deltagere, kan der i deres indbyrdes forhold anvendes det almindelige personselskabsretlige princip om ligedeling, dvs. at de ansvarlige deltagere deklaratorisk tillægges lige store ejerandele og lige store andele i overskud-/underskud. På tilsvarende måde kan der inden for gruppen af indre deltagere anvendes det almindelige princip for kapitalselskabsretten, hvorefter såvel ejerandele som overskuddet (og evt. tillige underskuddet) fordeles efter de foretagne kapitalindskud. Men vanskeligheden består i at finde støtte for en fordeling af ejerforhold og overskud/underskud mellem de to grupper. Den eneste mulige løsning synes at være en skønsmæssig fordeling.[41] En sådan løsning synes også forenelig med teorien.[42]

Der skal selvsagt ikke foretages nogen anmeldelse af det indre selskab.

---

39 Eller ved at indskuddet er angivet som ansvarlig kapital i et offentliggjort årsregnskab, eller er benyttet som dokumentation for kreditværdighed, se *Gomard*: "Selskabsretten" s. 120.

40 Betydningen af sådanne informationer har ikke været overvejet nærmere i dansk teori – herunder virkningen af, at en større gruppe medkontrahenter er blevet bekendt med indre deltagers deltagelse. Som udgangspunkt må sådanne informationer være uden betydning for det interne forhold i selskabet og kan derfor alene få betydning i forhold til tredjemand. Afgørende bliver bl.a., hvem der har givet oplysningen, hvordan dette er sket og indholdet heraf. Har tredjemand modtaget sådanne informationer, uden at den ansvarlige deltager eller den stille deltager har medvirket hertil – eller i øvrigt har været vidende herom – får det ingen betydning for tredjemands retsstilling. For at få betydning skal informationen normalt være givet af en af selskabsdeltagerne. Er der givet en egentlig informativ meddelelse om den anonyme deltagers eksistens – af denne eller med dennes viden – må modtagerne af informationen efter omstændighederne i forhold til selskabet og den stille deltager kunne påberåbe sig den gunstigere retsstilling, der ville gælde i forhold til et kommanditselskab/en kommanditist. Afgørende bliver også her en vurdering af tredjemands "berettigede forventninger", sammenholdt med en vurdering af den indre deltagers forhold. Se om problemstillingen *Nial* s. 418 og *Platou* s. 190 f.

41 Se tilsvarende *Nial* s. 421, der vil anvende skønsreglen for kommanditselskaber i BL 3 kap. 5 §.
Se også noget tilsvarende i tysk ret HGB § 321 vedrørende deling af over-/underskud i det stille selskab.
Der vil i øvrigt næppe være den store forskel mellem en skønsmæssig fordeling og en forudsætningsbaseret løsning, idet de samme faktorer i vidt omfang vil indgå i vurderingen.

42 Således synes der for den deklaratoriske fordeling af over-/underskud i kommanditselskaber at have dannet sig den opfattelse i teorien, at et over-/underskud fordeles ligeligt inden for komplementargruppen og fordeles efter indskuddets størrelse inden for kommanditistgruppen, samtidig med, at opdelingen mellem de to grupper må fastsættes skønsmæssigt, se *Sindballe/Klerk* s. 114 f., og "Selskabsformerne" s. 133 f. Disse regler antages som tidligere anført også at kunne anvendes ved de stille selskaber.

Selskabets indre forhold:

Ledelsen af det indre selskab forestås deklaratorisk af den ansvarlige deltager - både den daglige ledelse og den overordnede ledelse.[43] Ved udøvelsen af sine beføjelser kan den ansvarlige deltager ikke disponere kun ud fra egne interesser. Der påhviler ham en vis loyalitetspligt over for den indre deltager - omend pligten er af et noget ubestemt indhold, se også Augdahl s. 223. Den indre deltager skal derimod samtykke i dispositioner, der er i strid med selskabsaftalen eller dennes forudsætninger.[44] Ligeledes må den stille deltager uden for de egentlige opløsningsgrunde kunne modsætte sig en selskabsopløsning.[45]

Da den indre deltager modtager en overskudsandel, må han have krav på et årsregnskab, således at han kan kontrollere beregningen af overskuddets størrelse (samt at han får udbetalt den ham tilkomne overskudsandel). Ligeledes må han lige som en kommanditist have adgang til at kontrollere rigtigheden af det aflagte regnskab og kræve de nødvendige oplysninger, se U 1932.435 HD og Sindballe/Klerk s. 114. I U 1932.435 HD ("Bartens signalsystem") var der indgået en samarbejdsaftale mellem Ingdam og Bartens om udnyttelse af den af Bartens gjorte opfindelse af signallamper til montering på bilers skærme (formentlig en forløber for bilers blinklys). Ingdam blev ansat som meddirektør "ved udnyttelsen af opfindelsen" og skulle herudover finansiere de med lanceringen af opfindelsen og salg af patentet forbundne udgifter. Til gengæld skulle Ingdam modtage 10% af bruttoudbyttet. Ingdam hævdede nu, at Bartens havde misligholdt aftalen, idet han havde undladt at indhente Ingdams samtykke til bestemte dispositioner. Ligeledes var Ingdam ikke blevet informeret om de trufne aftaler eller havde ej heller fået udleveret genparter af disse. *Landsretten* lagde til grund, at der var stiftet et interessentskab. Bartens burde derfor have indhentet Ingdams samtykke, forinden han foretog dispositionerne, ligesom Ingdam havde krav på informationer om kontrakterne og genparter af disse. *Højesteret* fastslog indledningsvist, at Ingdams stilling ikke svarede til en "ansvarlig medinteressents", samt at Bartens ikke havde forpligtet sig til alene at disponere med Ingdams medvirken. Derimod måtte Ingdam "for at kunne varetage sine interesser" have krav på en regnskabsmæssig opgørelse, herunder en meddelelse om de foretagne dispositioner, og på at få udleveret genparter af de indgåede kontrakter. Højesteret udtaler sig ikke om samarbejdsforholdets karakter - bortset fra at fastslå, at der ikke forelå et interessentskab. Men da der var indgået en aftale om investors finansiering mod at denne fik en overskudsandel, måtte investor have krav på de pågældende informationer. Som følge af de nedlagte påstande fik Højesteret ikke lejlighed til at tage stilling til, om investor også havde en direkte adgang til at kontrollere virksomhedens regnskabsmateriale, dvs. om investor - alene eller sammen med en revisor - havde adgang til at gennemgå dette, jf. princippet i U 1967.738 ØLD. Alternativt kunne man forestille sig en revisorattesteret erklæring indeholdende de ønskede oplysninger.

---

43 Det vil ofte være naturligt i selskabsaftalen at tillægge den indre deltager en videregående indflydelse, eksempelvis deltagelse i et overordnet ledelsesorgan på bestyrelsesniveau.

44 Se tilsvarende *Sindballe/Klerk* s. 113 f. for kommanditselskabernes vedkommende, idet disse regler antages at finde tilsvarende anvendelse ved de stille selskaber, jf. *Sindballe/Klerk* s. 124.

45 Se *Sindballe/Klerk* s. 114.

Udgangspunktet må således være, at investor skal have adgang til at kontrollere informationernes rigtighed[46] - ellers ville han være uden mulighed for at afsløre ukorrektheder.[47]

Derimod har den indre deltager ikke krav på, at årsregnskabet revideres af en registreret eller statsautoriseret revisor.

Vedrørende den indre deltagers personlige (dvs. ikke-økonomiske) rettigheder og forpligtelser følger allerede af det ovenfor omtalte, at han hverken har pligt eller ret til at deltage i selskabsledelsen eller til at arbejde for selskabet, medmindre dette særligt er aftalt.

Som et led i den overordnede loyalitetspligt har den indre deltager tavshedspligt om de oplysninger af regnskabsmæssig og forretningsmæssig karakter, som han modtager fra hovedmanden og som ifølge deres karakter bør hemmeligholdes. Dette gælder naturligvis tillige de oplysninger, som han bliver bekendt med i forbindelse med ved sin regnskabsgennemgang. Der er næppe grund til at opretholde en afgørende forskel fra de andre selskabsformer på dette punkt. Ligeledes opstår spørgsmålet, om den indre deltager har ret til at drive eller deltage i konkurrerende virksomhed. Sindballe/Klerk anlægger s. 124 som nævnt det hovedsynspunkt, at de stille selskaber reguleres efter de samme regler, som gælder for kommanditselskaberne. Vedrørende sidstnævnte antager forfatterne s. 113, at en kommanditist som udgangspunkt kan deltage i *konkurrerende virksomhed* (medmindre selskabskontrakten indeholder et forbud herimod).[48] Andet kan dog følge af, at kommanditisten har del i ledelsen eller har adgang til virksomhedens informationer i videre omfang end sædvanligt for kommanditister. Dette skal sammenholdes med, at kommanditisten ifølge Sindballe/Klerk s. 114 deklaratorisk har adgang til de oplysninger, der er nødvendige for at kontrollere regnskabets rigtighed (men ikke til oplysninger om selskabets forhold i øvrigt). Ved det indre selskab skal der foretages en afvejning af på den ene side den ansvarlige deltagers interesse i, at virksomhedens informationer ikke på en eller anden måde kan udnyttes af konkurrenter. På den anden side står den indre deltagers interesse i frit at kunne investere i en konkurrerende virksomhed. Sindballe/Klerks ovenstående synspunkt om, at ledelsesdeltagelse og videregående adgang til informationer afskærer den indre deltager/kommanditisten fra at deltage i konkurrerende virksomhed, kan helt tiltrædes. Men allerede ved at den indre deltager har adgang til regnskaber og det materiale, der ligger til grund herfor, opnås omfattende informationer om virksomhedens økonomiske stilling, kreditforhold, leverandører, kunder osv. Hensynet til den indre deltagers frie investeringsmuligheder bør derfor ikke veje tungt i forhold til den ansvarlige deltagers legitime interesse i at beskytte disse oplysninger. Udgangspunktet bør derfor snarere tages i, at den indre deltager ikke er berettiget til at deltage i konkurrerende virksomhed, medmindre andet er forudsat eller aftalt. Synspunktet kan dog ikke udstrækkes til også at gælde tiden efter, at den indre deltager er udtrådt af selskabet, selv om de opnåede informationer fortsat kan (mis)bruges. En sådan regel antages *end* ikke at gælde for interessentskaber. Et begrænset værn kan måske søges i (princippet i) markedsføringslovens § 10.

---

[46] Man kunne naturligvis knytte beføjelsen til investors godtgørelse af, at der kan rejses en begrundet mistanke om regnskabsoplysningernes korrekthed. Men investor mangler typisk grundlaget for at hævde dette. Hovedmandens interesse i at hindre, at investor gennemgår regnskabsmaterialet, er dels af praktisk karakter, dels et ønske om at beskytte følsomme oplysninger. Men denne interesse kan ikke tillægges en sådan vægt, at investors legitime interesser må vige. Der må således kunne opstilles den regel, at investor i enkeltstående tilfælde - men næppe løbende - har adgang til at gennemgå regnskabsmaterialet. Dette må så meget mere gælde for den indre deltager, der har en medejendomsret til virksomhedsaktiverne.

[47] En politianmeldelse mod hovedmanden vil netop forudsætte, at investor kan godtgøre, at der *kan* foreligge strafbare forhold.

[48] Tilsvarende følger af den norske selskapslovs § 2 - 23 for så vidt angår den stille deltager, hvorimod et konkurrenceforbud gælder for deltagere i indre selskaber.

Særlig om de økonomiske rettigheder og forpligtelser:

"Selskabsformuen" (omend af særegen beskaffenhed) skal normalt holdes afsondret fra den ansvarlige deltagers øvrige formue[49] og må normalt alene anvendes i selskabsøjemed (dvs. ikke til den ansvarlige deltagers andre erhvervsmæssige aktiviteter eller private formål).[50]

Der skal føres en kapitalkonto for den indre deltager.[51] Om han har krav på, at kapitalkontoen forrentes, kan næppe besvares generelt - se om de synspunkter, der lægges til grund ved interessentskaber i "Selskabsformerne" s. 82 f.[52] Udfører den indre deltager arbejdsopgaver for virksomheden - ud over hvad der måtte være forudsat eller aftalt ved selskabskontrakten - har han krav på honorering.

Da den indre deltager er medejer af virksomhedsaktiverne, tager han del i værdistigninger og -tab. Konstateres sådanne gennem årsregnskabet, påvirker de størrelsen af hans kapitalkonto.

Overskudsandele godskrives kapitalkontoen sammen med en eventuel aftalt forrentning af denne. Tilsvarende fratrækkes den indre deltagers eventuelle underskudsandel i kapitalkontoen. Overskudsandele samt en eventuel løn kan den indre deltager som udgangspunkt hæve.[53]

Normalt vil det fremgå af selskabsaftalen (eller være forudsat), at den indre deltager skal præstere et bestemt økonomisk indskud. Når dette er indbetalt, har han ikke pligt til at indbetale yderligere beløb. Men såfremt hans (akkumulerede) underskudsandel overstiger det af ham indbetalte beløb, der er mindre end det aftalte fulde selskabsindskud, vil han normalt have pligt til at foretage yderligere indbetalinger (inden for de grænser, der sættes af det (akkumulerede) underskud og det aftalte selskabsindskud), se herom U 1896.4 SHD. Den indre deltager kan undtagelsesvis have forpligtet sig til at dække sin del af underskuddet uden beløbsbegrænsning, se eksempelvis U 1990.174 HD ("den stille baronesse"). Her kan han således blive forpligtet til at indbetale differencebeløbet, når det akkumulerede (netto) underskud overstiger de foretagne indbetalinger.

Spørgsmålet om, hvorvidt den ansvarlige deltager og den indre deltager har adgang til frit at overdrage deres selskabsandele, må nok besvares benægtende for begges vedkommende.[54] Der vil typisk være tale om et samvirke mellem to personer, hvor meddelta

---

[49] Indholdet af dette krav beror naturligvis på de konkrete forhold. Kravet bør ikke være til hinder for en i øvrigt hensigtsmæssig udnyttelse af ressourcerne, eksempelvis at det indre selskabs maskiner og kontorinventar befinder sig i de lokaler, hvorfra den ansvarlige deltagers øvrige erhvervsaktiviteter udøves. Hensynene bag reglen må være tilgodeset, blot det er muligt at udpege de aktiver, der indgår i det indre selskabs aktivmasse.

[50] Dette resultat antages også af *Sindballe/Klerk* s. 124 f. endog ved de stille selskaber uden medejendomsret. Derimod antager *Augdahl* s. 223, at den ansvarlige deltager i visse tilfælde kan anvende disse midler også til virksomheden uvedkommende formål. Udsagnene er ikke ganske uforenelige, idet reglen må tilpasses det enkle samarbejdes nærmere karakter og forudsætninger. I den norske selskabslov fra 1985 § 2 - 7 er det nu fastslået, at hoveddeltageren/-ernes pligt til at holde selskabets aktiver adskilt fra deres øvrige ejendele alene gælder, hvor dette særskilt er aftalt.

[51] Dette synes også forudsat hos *Sindballe/Klerk* s. 124-125.

[52] *Sindballe/Klerk* udtaler s. 125, at den stille deltager "måske" har krav på rente af sit indskud.

[53] Se om de særlige overvejelser vedrørende tilskrevne renter i "Selskabsformerne" s. 81.

[54] Se tilsvarende *Mørch* s. 71 og *Nial* s. 421. *Sindballe/Klerk* (s. 116) er tilbøjelig til at give kommanditisterne en ret til at overdrage deres andele uden de øvrige deltageres samtykke. En tilsvarende ret tillægges komplementaren for så vidt angår en *del* af denens andel, når overdragelsen sker til en indtrædende kommanditist. I begge tilfælde forudsætter forfatterne, at den indtrædende kommanditist får reducerede rettigheder i forhold til de "gamle" kommanditister. Det er dog næppe en hensigtsmæssig løsning at opdele

gerens person har betydning for beslutningen om at indgå i et selskabssamarbejde. Det vil derfor gennemsnitlig være i strid med parternes forudsætninger, at den ene deltager skulle være forpligtet til at acceptere en ukendt og uønsket person som partner i selskabet i stedet for den udtrædende. Kun hvor den indre deltagers person har spillet en underordnet rolle, må han antages frit at kunne overdrage andelen. Eksempelvis hvor selskabsdeltagelsen er etableret efter en forudgående annoncering efter stille selskabsindskud.

Derimod kunne noget tale for at give den ansvarlige deltager en vis adgang til at overdrage en del af egen ejerandel til en ny indre deltager. Set fra den oprindelige indre deltagers side får overdragelsen ikke betydning forudsat, *at* den ansvarlige deltagers ejerandel fortsat har en sådan størrelse, at hans interesse i virksomheden ikke afgørende svækkes, og *at* den pågældende indre deltagers stilling ikke afgørende ændres. Dette må bl.a. forudsætte, at den nye indre deltager ikke skal indgå i selskabsledelsen, eller at der på anden måde sker en betydende ændring af den oprindelige indre deltagers forhold.

Selskabets ydre forhold:

Det er alene den ansvarlige deltager, der er *legitimeret* til at disponere på virksomhedens vegne.[55] Er der flere ansvarlige deltagere, udgør de i sig selv et interessentskab, og de herfor gældende regler om selskabssignatur finder anvendelse, se "Selskabsformerne" s. 90 ff. Ligeledes er det alene den ansvarlige deltager, der kan sagsøge og sagsøges på selskabets vegne.

Den (eller de) ansvarlige deltagere *hæfter* over for selskabskreditorerne. Hæftelsen er personlig og principal, samt hvor der er flere ansvarlige deltagere tillige solidarisk. Den/de indre deltagere hæfter derimod ikke over for kreditorerne, men den ansvarlige deltager/dennes konkursbo kan indkræve et eventuelt restindskud på andelen i det omfang, hvori den indre deltager var forpligtet til at indbetale dette efter de foran omtalte retningslinier.

Er der som normalt kun én ansvarlig deltager,[56] har virksomhedskreditorerne (selskabskreditorerne) ikke fortrinsret til selskabsformuen. Såvel virksomhedskreditorerne (selskabskreditorerne) som den ansvarlige deltagers særkreditorer kan rette deres krav mod den ansvarlige deltagers samlede formuemasse bestående såvel af virksomhedsaktiver som af private aktiver. Resultatet er formelt begrundet i, at det fra omverdenens side - navnlig særkreditorernes - ikke er muligt at konstatere, at der foreligger et selskabsforhold, hvorfor særkreditorerne har en forventning om, at alle aktiver tilhører den ansvarlige deltager.[57]

Hertil kommer spørgsmålet om forholdet mellem den indre deltagers medejendomsret (til virksomheden) og fyldestgørelsesmulighederne for den *ansvarlige deltagers særkreditorer*. Med andre ord om disse kreditorer kan foretage udlæg i de enkelte virksomhedsaktiver eller alene i den ansvarlige deltagers nettoandel af virksomheden. Hvor den

---

deltagerkredsen i A-kommanditister og B-kommanditister, og noget sikkert hjemmelsgrundlag herfor foreligger ikke. *Platou* s. 187 synes på linie med *Sindballe/Klerk*.

55 Også her gælder det, at den ansvarlige deltager kan blive forpligtet ved den stille deltagers dispositioner over for tredjemand, hvis en stille deltager over for omverdenen fremstod som en ansvarlig selskabsdeltager (uden at være det), se tilsvarende U 1910.393 GSK.

56 Hvis der er flere ansvarlige deltagere, gælder den interessentskabsretlige regel om selskabskreditorernes fortrinsret til fyldestgørelse frem for de ansvarlige deltageres særkreditorer.

57 Der er næppe tvivl om, at sådanne forventningstankegange præger den juridiske argumentation, selv om deres reale basis kan problematiseres. Kreditorerne kan således ikke have nogen forventning om, at alle aktiver i den ansvarlige deltagers besiddelse også ejes af denne. Aktiverne kan være udlånt, udlejet eller leaset fra tredjemand, uden at dette umiddelbart kan konstateres af kreditorerne.

juridiske teori har beskæftiget sig med spørgsmålet[58] har antagelsen været, at den ansvarlige deltagers særkreditorer kan foretage udlæg i virksomhedens aktiver på linje med virksomhedskreditorerne, og således *uden* at skulle respektere den indre deltagers ret til en nettoandel af virksomheden (ejerandelen).

Den *indre deltagers særkreditorer* kan alene søges sig fyldestgjort i debitors krav mod den ansvarlige deltager, dvs. navnlig kravet på udbetaling af nettoandelen og indeståendet på kapitalkontoen. Men samtidig skal kreditorerne respektere de vilkår, der knytter sig til den indre deltagers udbetalingskrav, herunder en vis tids uopsigelighed, et opsigelsesvarsel, en bestemt opgørelsesmåde for nettoandelen samt regler for udbetaling af andelen.

Selskabsophør:

Et af de vigtigste elementer i en selskabskontrakt er reguleringen af selskabets fuldstændige eller delvise ophør, dvs. den indre deltager resp. den ansvarlige deltagers udtræden af selskabet, adgangen til at udelukke en selskabsdeltager og til at likvidere selskabet. Ligeledes bør kontrakten fastsætte regler for beregning af den udtrædendes/udelukkedes andel, ligesom der bør fastsættes regler for selskabets afdragsforpligtelser m.v. over for deltageren, hvis andelen ikke skal udbetales kontant i forbindelse med udtrædelsen. Dette sker dog langt fra altid i praksis. I mangel af sådanne bestemmelser må udgangspunktet tages i de almindelige personselskabsretlige principper, således som de er formuleret for interessentskaber og navnlig for kommanditselskaber (da der er tale om reguleringen af parternes interne forhold, spiller den indre deltagers anonymitet ikke nogen afgørende rolle).

Selskabsophør i form af udtræden, udelukkelse eller likvidation kan bero på forhold knyttet til selskabet (virksomheden), til den ansvarlige deltagers person eller til den stille deltagers person.

Enhver af deltagerne kan således fordre, at samarbejdet ophører, når der foreligger forhold i selskabet, som er uforenelig med selskabets fortsættelse – navnlig formålets opfyldelse, udløb af en tidsbegrænsning for selskabssamarbejdet, formålsumulighed og kapitalmangel.[59] De forhold hos den ansvarlige deltager, der kan bevirke et selskabsophør, er dennes død, umyndiggørelse, konkurs og efter omstændighederne anden betalingsudygtighed, relevant arbejdsudygtighed eller væsentlig misligholdelse.[60] Dette aktualiserer spørgsmålet, om den indre deltager har adgang til at fortsætte virksomheden på egen hånd, såfremt den ansvarlige deltager/dennes bo protesterer. Det traditionelle udgangspunkt i personselskabsretten har været, at en ophørsgrund bevirker, at selskabet skal likvideres. For interessentskaber kan man argumentere for, at de øvrige interessenter, der ikke er omfattet af ophørsgrunden, under visse betingelser skal have adgang til at fortsætte selskabet på egen hånd mod at udløse den pågældende selskabsdeltager, se herom i "Selskabsformerne" s. 111 ff. Men ved det indre selskab er der en sådan forskel på den ansvarlige deltagers og den indre deltagers status i samarbejdet, at denne løsning ikke er nærliggende. Likvidation må da blive løsningen, såfremt den ansvarlige deltager/dennes bo ikke vil acceptere, at den indre deltager fortsætter virksomheden.

Derimod medfører den indre deltagers død, umyndiggørelse, konkurs eller væsentlige misligholdelse ikke, at selskabet skal opløses. Er der andre selskabsdeltagere (end den ansvarlige deltager og den indre deltager), kan selskabssamarbejdet fortsættes mod, at den indre deltager økonomisk udløses. Er der ikke sådanne yderligere deltagere, ophører

---

58 Se *Sindballe/Klerk* s. 125, *Augdahl* s. 224 og *Mørch* s. 71.

59 Se nærmere om disse ophørsgrunde i "Selskabsformerne" s. 110 f. og s. 142 f. og til dels i *Sindballe/Klerk* s. 88.

60 Der kan henvises til disse beskrivelsen af disse ophørsgrunde i "Selskabsformerne" s. 116 ff. og s. 142.

selskabet pr. definition, da der herefter kun resterer en "deltager" - den ansvarlige. Men virksomheden behøver ikke herved at afhændes, ligesom andre likvidationsskridt ikke skal tages. Den ansvarlige deltager skal blot økonomisk udløse den indre deltager i overensstemmelse med de aftalte eller deklaratoriske regler. Ifølge sidstnævnte regelsæt skal den indre deltager som enhver anden personselskabsdeltager have udbetalt sin kapitalkonto, sin ejerandel (nettoandelen af ikke-bogførte aktiver) og andre krav, som han måtte have mod den ansvarlige deltager.

Også ved en ordinær opsigelse fra den ansvarlige deltagers side (dvs. uden at der i øvrigt foreligger en ophørsgrund) kan denne vælge økonomisk at udløse den indre deltager, da sidstnævnte netop ikke har krav på at fortsætte virksomheden alene.[61] Udløsning skal ske i overensstemmelse med de principper, der ved interessentskaber er opstillet som betingelse for udløsning frem for likvidation, se herom "Selskabsformerne" s. 111 ff. Der kræves således alene, at den indre deltager modtager et udtrædelsesbeløb, der mindst svarer til, hvad vedkommende ville modtage ved en likvidation.[62] Hæftelsen efter udtrædelsen giver selvsagt ikke anledning til problemer, da den indre deltager ikke hæfter over for virksomhedskreditorerne. Og det ville være usædvanligt, at den indre deltager skulle være omfattet af en konkurrenceklausul efter sin udtræden. Skulle dette være tilfældet, må situationen løses efter de samme synspunkter som er anført for interessentskaber. Se herom i "Selskabsformerne" s. 113.

Som følge af den ansvarlige deltagers beføjelse til at udløse den indre deltager, har sidstnævnte næppe adgang til at kræve opløsning ved skifteretten efter skiftelovens § 82. En sådan beføjelse tilkommer derimod den ansvarlige deltager.

Konkurs:

Går den ansvarlige deltager konkurs, følger det af den tidligere omtalte dom i U 1978.205 VLD ("Revisorens flisefabrik"), at den/de indre deltageres krav mod den ansvarlige deltager viger for virksomhedskreditorerne/selskabskreditorerne. Den/de indre deltagere kan således ikke anmelde deres krav i boet på linje med disse kreditorer. Spørgsmålet er herefter, om den indre deltager også viger for den ansvarlige deltagers særkreditorers krav. Da det antages i almindelighed, at særkreditorerne kan anmelde deres krav i den ansvarlige deltagers konkursbo på linje med selskabskreditorerne, må den/de indre deltagere også vige for selskabskreditorerne. Ellers ville de tre gruppers indbyrdes prioritet blive en næsten uløselig opgave. Hertil kommer, at den indre deltager normalt ikke har foretaget de sikringsakter, der almindeligvis kræves iagttaget for at opnå kreditorbeskyttelse.[63] Se herom også Sindballe/Klerk s. 125 ff.

Overstiger den indre deltagers underskudsandel derimod det af ham indbetalte beløb, og har han ikke indbetalt det fulde indskud (eller er hans underskudsdeltagelse uden beløbsbegrænsning), er han pligtig at indbetale differencebeløbet til boet.[64]

---

[61] Se tilsvarende *Sindballe/Klerk* s. 127 (fmt.) og *Augdahl* s. 224.

[62] Se tilsvarende *Sindballe/Klerk* s. 127.

[63] Den indre deltager kan dog særskilt have sikret sit krav gennem pant i virksomhedens aktiver under foretagelse af den fornødne sikringsakt.

[64] Se måske anderledes *Gomard* s. 119, der anser konkursen som bristende forudsætning for den stille deltagers pligt til at indbetale de resterende rater. Normalt må forholdet vel være det, at aftalen indebærer, at den indre deltager skal dække et eventuelt underskud inden for rammen af det aftalte indskud. Når underskuddet herefter overstiger den allerede indbetalte andel af det fulde aftalte indskud, har den ansvarlige deltager ifølge aftalen krav på indbetaling af restindskuddet (eller den nødvendige del heraf). Dette krav kan også gøres gældende af hans konkursbo. Noget andet er, at det måske kan være aftalt, at en stille deltager hvert år skal præstere et nyt indskud i virksomheden. Her kan den ansvarlige deltagers

De synes således muligt at formulere et sæt af deklaratoriske regler for det indre selskab - omend sikkerheden i retsudsagnene varierer noget.

4.2. De atypiske låneforhold

Efter at have søgt at fastlægge et indre selskabsbegreb, kan der tages udgangspunkt i den modsatte ende af "skalaen". Ligesom der ved det indre selskab blev taget udgangspunkt i kommanditselskabet, kan der her tages udgangspunkt i de utvivlsomme låneforhold. Disse omfatter først og fremmest de almindelige pengelån med fast rente og en aftalt afdragsordning eller tilbagebetalingstidspunkt. Omfattet er også overskudsgivende (udbyttegivende) lån, såfremt det eneste særlige ved lånet er, at afkastet fastsættes ud fra størrelsen af virksomhedens overskud. Tilsvarende må de ansvarlige lån og de konvertible lån normalt anses for omfattet af denne kategori.

Problemet opstår, når der tillægges indskyderen en række beføjelser, der normalt er karakteristiske for selskabsdeltagelse - forvaltningsmæssige eller økonomiske beføjelser.

Indskyder kan således være tillagt forvaltningsmæssige beføjelser: Et krav om indskyders samtykke til bestemte dispositioner eller adgang for denne til at nedlægge veto mod bestemte dispositioner. Mere vidtgående kan man tænke sig, at indskyder direkte inddrages i virksomhedens overordnede eller daglige ledelse (eller endog forestår denne på egen hånd som i U 1915.422 HD). Indskyder kan også blot være tillagt en videregående adgang til informationer eller en videregående adgang til at kontrollere virksomheden, end hvad der er normalt i et låneforhold. Eksempelvis en adgang til at gennemgå det regnskabsmateriale, der ligger til grund for årsregnskabet. Men ingen af disse elementer synes dog at udelukke et låneforhold. Nogle ældre højesteretsdomme, der omtales nærmere nedenfor under 6, illustrerer dette. Således blev det forudsat, at der forelå et låneforhold i U 1917.852 HD ("Simons boghandel"), selv om alle dispositioner ud over normal og sædvanlig drift skulle ske i samråd mellem virksomhedsindehaver og indskyder. Låneforhold blev statueret i U 1916.1081 HD ("Haar & Møller"), selv om indskyder havde en vidtgående adgang til virksomhedens informationer og til at kontrollere disse, ligesom man skulle samtykke i alle dispositioner over 5.000 kr. Herudover havde indskyder krav på at få gennemført sådanne ændringer i forretningens drift, som indskyder selv fandt formålstjenlige! Endelig var indskyder berettiget til at overtage virksomheden, såfremt forretningens overskud over en 3-årig periode var under et vist minimum. Låneforholdet blev også statueret i U 1915.422 HD ("C. F. Riedels Eftflg."), selv om indskyder var enebestemmende over virksomhedens drift og på egen hånd foretog alle forretningsmæssige dispositioner.

De selskabsretlige elementer kan også vedrøre de økonomiske rettigheder og pligter, der er tillagt indskyder. Som omtalt foran udelukker medejendomsret til virksomhedens nettoformue som altovervejende hovedregel, at der foreligger et

---

konkurs efter omstændighederne være en bristende forudsætning. Den indre deltagers forpligtelse beror således på en fortolkning af de foreliggende aftaler og en fastlæggelse af parternes forudsætninger.

låneforhold. Men indskydere uden medejendomsret kan imidlertid være tillagt en overskudsandel og en pligt til at dække en underskudsandel. Medens overskudsandelen er forenelig med et låneforhold, er underskudsandelen mere problematisk.[65] Spørgsmålet er således, om det er foreneligt med et låneforhold, at indskyder tager del både i over-/underskud.[66] Dette er besvaret bekræftende i den nedenfor omtalte U 1917.852 HD ("Simons boghandel"), og denne linje kan anses som fulgt op ved den nedenfor ligeledes omtalte U 1990.174 HD ("Den stille baronesse").[67]

Når dele af den juridiske litteratur[68] om stille selskaber udtaler, at den ansvarlige deltager er eneejer af virksomhedsaktiverne, er dette udsagn således alene dækkende for den del af det stille selskabs område, der udgøres af de atypiske låneforhold. Derimod er udsagnet selvsagt ikke dækkende for den del, der ovenfor er betegnet "de indre selskaber".

Retsvirkninger af et atypisk låneforhold

De almindelige regler for låneforhold vil finde anvendelse. Her skal kun omtales to særlige spørgsmål:

For det første om virksomhedsindehaveren har pligt til at holde virksomhedsaktiverne adskilt fra sin øvrige formue, således at virksomhedsformuen alene må anvendes i virksomhedsøjemed. Dette antages i dele af litteraturen[69] at være den gældende regel for de stille selskaber som sådanne. Medens reglen utvivlsomt må finde anvendelse på de indre selskaber, er det noget mere tvivlsomt, om den også vil være gældende for de atypiske låneforhold. Her synes der ikke fornødent grundlag for at anse den som en almindelig gældende regel. Derimod kan der være indgået en aftale af dette indhold med indskyderen.

For det andet om indskyderen kan anmelde sit krav mod virksomhedsindehaveren i dennes konkursbo på lige fod med de egentlige kreditorer. For de indre selskaber blev det ved U 1978.205 VLD ("Revisorens flisefabrik") fastslået, at det fulgte af forholdets natur, at indskydernes (de indre deltageres) krav måtte stå tilbage for de egentlige kreditorer. Omvendt må det her følge af forholdets karakter af et låneforhold, at indskyder kan anmelde på lige fod med de øvrige kredi-

---

65 *Sindballe/Klerk* udtaler s. 124, at den omstændighed, at indskyderen skal deltage i overskud og underskud – eller i hvert fald i overskud – vil medføre, at selskabsretlige regler må komme til anvendelse i parternes indbyrdes forhold.

66 En aftale om, at indskyder skal tage del i underskuddet, men ikke i overskuddet, kan derimod vanskeligt tænkes i praksis. Aftalen får karakter af en form for underskudsgaranti, der normalt kun vil forekomme i familieforhold. Vi er her uden for selskabsområdet, jf. også at en overskudsandel indgik ved fastlæggelsen af begrebet "det stille selskab".

67 Af andre selskabstypiske træk, der anses forenelig med et låneforhold, kan nævnes, at der oprettes en kapitalkonto for indskyder, samt at han kan hæve en aconto-andel af det forventede årsoverskud (se således *U 1917.852 HD* ("Simons boghandel")), samt at indskyder har pligt til at lade overskud indestå i virksomheden (se således *U 1916.1081 HD* ("Haar & Møller")).

68 Se eksempelvis *Sindballe/Klerk* s. 125.

69 Se således *Sindballe/Klerk* s. 124 f. og *Gomard*: "Aktieselskabsret", 1970, s. 44.

torer. Udsagnene i den overvejende del af den juridiske litteratur[70] er i overensstemmelse hermed.

5. Kan denne kategorisering forenes med domspraksis?

De klareste domme hidhører fra den første fjerdedel af dette århundrede og er allerede kort omtalt.[71] Tre højesteretsdomme synes at udtrykke den samme grundlæggende tankegang: "stille selskabsforhold" uden medejendomsret behandles som låneforhold, selv om der i aftalen indgår en række elementer, der er karakteristiske for selskabsforhold. Domspraksis synes således at give grundlag for en klarere grænsedragning, end hvad der er forudsat i dele af teorien om det stille selskab som et samlebegreb.

I skematisk form angives nedenfor de relevante dele af de tre domme:

Den mest vidtgående dom må nok være *U 1917.852 HD* ("Simons boghandel"). Her fik indskyder adgang til at anmelde sit krav i virksomhedsejerens konkursbo på linje med dennes øvrige kreditorer, *uagtet* at der forelå en interessentskabslignende kontrakt mellem indskyder og virksomhedsindehaver, hvorefter:

- Der blev oprettet en kapitalkonto for indskyder.
- Indskyder deltog i overskud og *underskud*.
- Indskyder modtog aconto-udbytte.
- Indskyder deltog i alle beslutninger ud over normal og sædvanlig drift.
- Indskyder havde pligt til at lade en del af sit overskud forblive indestående i virksomheden.
- Begge parters opsigelsesadgang var nøje reguleret, herunder udbetalingsregler.
- Indskyder var undergivet et udtrykkeligt konkurrenceforbud.

Tættere på et selskabsforhold vil man næppe komme i praksis uden for de egentlige medejendomsretstilfælde. Alligevel valgte Højesteret i modsætning til landsretten at anse forholdet som et låneforhold.[72]

I *U 1916.1081 HD* ("Haar & Møller") blev forholdet anset for et låneforhold, *uagtet* at:

- Indskyder skulle samtykke ved alle dispositioner over 5.000 kr. (herunder kreditter over dette beløb).
- Indskyder havde en vidtgående indsigt i virksomheden og havde en videregående kontrolbeføjelse.

---

70 Se således *Sindballe/Klerk* s. 126, *Werlauff* s. 120 og *Gomard* s. 120.

71 Antallet af nyere offentliggjorte domme er beskedent og vedrører navnlig forhold til tredjemand/skattevæsenet. Antagelig gør sig her den samme tendens gældende, som kendes fra interessentskabsområdet – at der fast indsættes voldgiftsklausuler i sådanne aftaler. Dette er så meget mere nærliggende på et område, hvor anonymitet og diskretion er et grundlæggende karakteristika.

72 Dette udtales ikke direkte i dommen, men kan udledes af denne. Se tilsvarende *Ross* s. 170, der anfører, at Højesteret anså indskyderen som en almindelig långiver. Det kan naturligvis hævdes, at dommen alene har fastslået, at en stille deltager har fuld anmeldelsesret i den ansvarlige deltagers konkursbo, uden at tage nærmere stilling til karakteren af forholdet.

- Indskyder havde ret til ensidig at indføre "sådanne ændringer i forretningens drift", som han fandt "formålstjenlige".
- Indskyder havde krav på at overtage forretningen, såfremt den ikke gav et fastsat overskud.
- Den ansvarlige deltager var underkastet visse ansættelseslignende vilkår.
- Indskyder modtog overskudsandel (underskudsandel uomtalt).
- Ved indskyders og den ansvarlige deltagers død, konkurs eller sindssygdom kunne den anden part fortsætte virksomheden.
- Indskyder kunne til enhver tid forlange at blive optaget som interessent.

Forholdet var her det samme som ved forrige dom: Selv om der forelå en række centrale selskabskarakteristika, statuerede Højesteret (i modsætning til landsretten) alligevel, at der forelå et låneforhold.

U 1915.422 HD ("C. F. Riedels Eftflg.") vedrører også det ydre forhold mellem kreditor og indskyder. Spørgsmålet opstod i forbindelse med virksomhedens betalingsstandsning, og det indre forhold mellem deltagerne blev aktualiseret, da kreditor gjorde gældende, at der ikke kunne tillægges indskyder nogen dækning før samtlige virksomhedskreditorer var dækket. Dette afvises af Højesteret *uagtet* at:

- Indskyder modtog en overskudsandel.
- Indskyder var enebestemmende vedrørende virksomhedens daglige og overordnede drift samt foretog alle driftsmæssige dispositioner, idet indskyder var "generalbefuldmægtiget" for den ansvarlige deltager.
- Den ansvarlige deltager var reelt sat uden for indflydelse og var pligtig ved sin underskrift at tiltræde de dispositioner, som var nødvendige for virksomhedens drift.
- Indskyder kunne til enhver tid kræve at overtage virksomheden.

Også her nåede Højesteret frem til, at der forelå et låneforhold, medens den foregående instans havde fastslået, at indskyder "i hvert fald var kommanditist".[73]

Fælles for de tre domme er således, at Højesterets afgørelse bygger på antagelsen af et låneforhold, medens landsretterne havde anset det for et selskabsforhold.[74] Af samme grund er ældre domspraksis på landsretsniveau af mindre interesse, eksempelvis U 1891.730 SHD.[75] Der er grund til at fremhæve, at parterne i de tre sager i deres aftale havde karakteriseret deres samvirke som et låneforhold – et moment,

---

[73] Højesteret udtaler sig kun direkte om det forelagte problem, nemlig at indskyder ikke "hæftede" med sit indskud på en sådan måde, at denne ikke kunne få dækning før samtlige kreditorer var dækkede. Som højesteretspræmisserne var udformede (og som det også er anført i dommens "hoved"), må Højesteret have kvalificeret forholdet som et lån (præmisserne kan både læses som om Højesteret direkte kvalificerer forholdet som et lån, og som om Højesteret refererer kontraktens angivelse af forholdet som et lån).

[74] Dommene er blevet kritiseret af *Roos* s. 170, s. 174 og s. 176 f. og af *Jakhelln* s. 431 f. I *U 1916.77 HD*, hvor en indskyder blev nægtet lige anmeldelsesret i konkurs, var der derimod givet meddelelse om indskyders deltagelse gennem cirkulæreskrivelse, ligesom indskyders manglende vilje til at oplyse sagen blev tillagt en processuel skadevirkning. Se også *U 1924.42 HD*, hvor en udtrådt interessent, der havde ladet sin kapital blive indestående i selskabet, blev anset som långiver og ikke som "passiv interessent".

[75] Samme tendens til at Højesteret statuerer et låneforhold, hvor landsretten har statueret et selskabsforhold, ses også i *U 1959.351 HD* og i *U 1932.435 HD* (formentlig).

der efter den almindelige opfattelse dog ikke kan tillægges afgørende selvstændig vægt, se således Ross s. 173 (dog nuanceret), John Peder Andersen i U 1984B s. 382, M. Neville: "Boligfællesskaber" s. 74 f. og "Selskabsformerne" s. 48.

Er denne ældre domspraksis fortsat retningsgivende?

Alderen på den refererede højesteretspraksis gør det naturligt at overveje, om den kan være retningsgivende også for forholdene her ved slutningen af århundredet. I denne vurdering indgår flere momenter: Dels om der er indtrådt en sådan ændring af de relevante forhold, herunder accepterede retsprincipper og værdiafvejninger på retsområdet, at de ved dommene fastslåede retssætninger skal modificeres i lyset heraf – eventuelt at de ikke længere kan tillægges betydning. Dels om denne retspraksis er forenelig med senere praksis på en sådan måde, at det er muligt at give en logisk og sammenhængende beskrivelse af retstilstanden. Er dette tilfældet, taler meget for fortsat at acceptere den ældre retspraksis som retningsgivende.

Vedrørende det første spørgsmål synes der ikke at være indtruffet ændringer, der afgørende forrykker det foreliggende resultat. De bærende hensyn og værdier bag reglerne og de relevante retsprincipper synes således ikke at have undergået nogen afgørende ændring.

Vedrørende det andet spørgsmål er der navnlig en enkelt nyere højesteretsdom, der påkalder sig interesse. I U 1990.174 HD ("Den stille baronesse") blev der nægtet den stille deltager adgang til at benytte den for personselskabsdeltagere bestående ret til skattemæssigt at fradrage driftunderskudsandelen. Den stille deltager havde foretaget et kapitalindskud i det af hendes mand drevne legetøjsfirma, idet hun i selskabsaftalen var betegnet "stille deltager" ("stille Gesellschaftererin" – selskabskontrakten var oprettet i Tyskland). Hendes indskud skulle konteres under egenkapital (på hendes kapitalkonto), og hun modtog 20% af virksomhedens overskud, ligesom hun skulle dække 20% af underskuddet uden beløbsbegrænsning (hendes andel af overskuddet var dog maksimeret til 10% af det foretagne indskud). Derimod var hun ifølge en udtrykkelig bestemmelse i selskabskontrakten ikke tillagt nogen medejendomsret til virksomhedens aktiver. Dette synes efter dommen at være blevet afgørende for, at Højesteret nægtede den stille deltager adgang til at fradrage underskuddet i hendes øvrige indtægter. Flertallet udtaler:

> »Appellantens indskud ... kan ikke karakteriseres som egentligt lån, men heller ikke som et sædvanligt kommanditindskud. Herefter findes der hverken efter reglerne i statsskattelovens §§ 4-6 eller i [Skatteministeriets] praksis vedrørende kommanditindskud, der er forbundet med medejendomsret til virksomhedens formue, at være tilstrækkelig støtte for at tillægge [den stille deltager] ret til at fradrage tabet i sin skattepligtige indkomst.«

Derimod udtaler mindretallet:

> »Ved aftalen af 1975 blev der ikke tillagt [den stille deltager] medejendomsret. [Den stille deltager] og hendes mand har næppe tillagt dette betydning, og det vil vel i øvrigt bero på tilfældigheder, om aftaler af denne art indeholder bestemmelser om medejendomsret, med-

mindre en af parterne i aftalen har en særlig interesse i mulighederne for at foretage afskrivning. ... Jeg må derfor være betænkelig ved at tillægge det betydning, om [den stille deltager] har medejendomsret.«

Af sidste vota synes at fremgå, at spørgsmålet om medejendomsret har indtaget en central placering i Højesterets overvejelser. Dette bestyrkes også af højesteretsdommens gengivelse af Kammeradvokatens procedure, hvor der alene refereres anbringendet om, at skattemæssig fradragsret under alle omstændigheder forudsætter en medejendomsret til virksomhedens aktiver. Der er derfor et vist belæg for at antage, at resultatet var blevet det modsatte, såfremt den stille deltager havde haft medejendomsret.[76] At medejendomsret er det afgørende kriterium antages nu også i den skatteretlige litteratur (på grundlag af U 1990.174 HD), se således "Skatteretten 2" s. 675 og "Lærebog om indkomstskat" s. 811 f.

Højesterets nyere afgørelse vedrørende de "stille selskaber" falder således godt i tråd med de tre tidligere omtalte ældre højesteretsdomme. Statsskattelovens § 6 kunne af Højesteret være anvendt som hjemmel for at tillægge den stille deltager det ønskede underskudsfradrag. Virksomhedsdriften fandt sted (også) på den stille deltagers regning og risiko, da hun deltog i såvel over- som underskud. Alligevel valgte Højesteret ikke at ligestille denne stille deltager med en sædvanlig personselskabsdeltager i skatteretlig henseende.

Anvendelsen af skatteretlige afgørelser i en selskabsretlig argumentation kræver nogle yderligere overvejelser. Som udgangspunkt bygger skatteretten på den civilretlige kvalifikation, jf. "Skatteretten 1" s. 62 ff. og s. 103 ff. Skattemyndighederne kan som tidligere omtalt foretage en "realitetsprøvelse" af den anvendte konstruktion for at konstatere, om formaliteten også dækker realiteten. I den konkrete sag var der ingen grund til at antage, at der var tilsigtet nogen form for omgåelse af skatteregler m.v. Tværtimod havde den stille deltager tidligere selvangivet sin positive indkomst fra det stille selskab til de danske skattemyndigheder.

Retspraksis giver således ikke tilstrækkelig grundlag for at udstrække det indre selskab til også at omfatte indskydere uden medejendomsret.

Enkle nyere domme skal kort omtales:
I U 1954.405 HD opstod spørgsmålet, om en indskyder havde forpligtet sig til at tage del i underskuddet i det eksisterende interessentskab, hvorfra han modtog en overskudsandel. Da der ikke forelå en bestemt aftale, og da det ikke i øvrigt ansås for godtgjort, at indskyder havde forpligtet sig til underskudsdeltagelse, anså Højesteret alene indskyder for långiver (i højesteretsdommerkommentaren i TfR 1955.445 ff. formuleres problemstillingen som spørgsmålet om der forelå et låneforhold eller et interessentskabsforhold). Hvis man med Gomard s. 119 anser dommen som vedrørende et stille selskab, ligger resultatet helt på linie med det ovenfor anførte.

---

[76] Som præmisserne er formuleret, kan det naturligvis hævdes, at Højesterets flertal blot har anlagt følgende betragtningsmåde: Det foreliggende indskud falder ikke ind under de velkendte kategorier: lån eller sædvanligt kommanditindskud. Herefter undersøges, om andre mulige hjemmelsgrundlag giver adgang til et skattefradrag. Dette finder flertallet ikke er tilfældet.

U 1976.74 HD vedrørte ifølge højesteretsflertallet (3 dommere) det særlige problem, at den ene af to privatskiftende arvinger havde videreført afdødes virksomhed, uden at ejerforholdet var blevet nærmere afklaret (smh. Svenné Schmidt m.fl.: "Arveret", 1991, s. 400). Den anden arving blev i forhold til skattevæsenet stillet som interessent (og havde selvangivet sig som sådan). Mere dækkende er efter min vurdering mindretallets (2 dommere) opfattelse, hvorefter arvingen alene hæftede med sit indskud, dvs. blev stillet som en kommanditist/indre deltager. Det må ud fra de foreliggende oplysninger antages, at den pågældende arving havde udnyttet virksomhedens skattemæssige afskrivninger, der forudsætter medejendomsret til produktionsaktiverne. Dette fremgår dog ikke direkte af dommen.

U 1992.102 HD vedrørte et fælles færgeprojekt, hvor en samarbejdspartner ikke på det afgørende tidspunkt ville indtræde som køber af og som medejer af de for projektet afgørende aktiver (nogle byggegrunde). Han blev ikke anerkendt som medinteressent, men blev derimod (alene) honoreret som en form for konsulent - omend undergivet særligt gunstige vilkår. Selv om dommen direkte vedrører spørgsmålet om, hvornår et egentligt selskabsforhold kan anses for etableret, er tankegangen bag dommen i overensstemmelse med det anførte. Det anføres i landsrettens præmisser, der tiltrædes af Højesteret, at den pågældende på det afgørende møde havde stået over for valget mellem fortsat blot at have en rådgivende funktion eller forpligte sig på lige fod med de to i projektet i øvrigt deltagende (idet det foran omtalte grundkøb særligt blev fremhævet).

Af en vis - omend begrænset - interesse for det foreliggende problem er ligeledes U 1995.515 HD ("I/S Terrassehaven"). Sagen vedrørte spørgsmålet, om der var stiftet et interessentskab, således at kapitalindskyder skattemæssigt fik fradrag for det tabte indskud, eller om der forelå et lån. Det første blev afvist af landsretten bl.a. under henvisning til, at interessentskabsforholdet ikke fremtrådte over for omverdenen, samt at indskyder hverken havde medejendomsret til aktiverne eller skulle tage del i underskuddet. Samme resultat nåede Højesteret bl.a. begrundet i, at der ikke forelå en klar aftale om samarbejde i interessentskabsform, samt at det indskudte beløb skulle forrentes og tilbagebetales inden for 3 måneder. Herudover deltog indskyderen ikke i underskuddet, ligesom der ikke ved hans udtræden af samarbejdet blev udarbejdet en opgørelse over "interessentskabets" værdier (dvs. at der ikke forelå nogen fælles formue).

Er der et "mellemområde" mellem de indre selskaber og de atypiske låneforhold?

Det spørgsmål står herefter tilbage, om der mellem de indre selskaber og de atypiske låneforhold er behov for at reservere et "mellemområde" for de retsforhold, der ikke uden videre kan kategoriseres som værende enten et selskabsforhold eller et låneforhold. Det er naturligvis uangribeligt at hævde, at der består et sådant område, da det ikke på forhånd kan udelukkes, at der kan udtænkes samarbejdskonstruktioner, der nødvendigvis må placeres inden for dette område. Men af større interesse er at undersøge, om der i det foreliggende - ganske betydelige - domsmateriale *er* forekommet sådanne tilfælde. Dette synes ikke at være tilfældet. Indskudsforhold uden medejendomsret er fastholdt som låneforhold med en sådan styrke, at der ikke synes behov for at operere med et mellemområde. Mere hensigtsmæssigt kunne problemet måske løses ved, at man (undtagelsesvis) åbnede op for, at selskabsretlige principper kunne anvendes ved løsningen af enkeltstående problemer i et låneforhold. Med ud fra domspraksis synes der heller ikke at kunne

konstateres et sådant behov.[77] Konklusionen er således, at man ved beskrivelsen af den gældende retstilstand synes at kunne indskrænke sig til at anvende kategorierne: Indre selskaber og atypiske låneforhold.

6. Motiver for valg af det indre selskab som selskabsform

Overvejelserne i det forudgående har taget udgangspunkt i den situation, at en person er villig til at indskyde kapital i en af en anden (eller andre) dreven virksomhed. Samtidig ønsker han sin risiko begrænset til det aftalte kapitalindskud. Selv om indskyder skal tage del i virksomhedens overskud (eller i over- og underskud), vil samvirket som udgangspunkt fortsat have karakter af et låneforhold – også selv om indskyder betinger sig en vidtgående indflydelse på virksomhedens ledelse. Men ønsker indskyder tillige at tage del i værdistigninger og -tab på virksomhedsaktiverne, og hvis han ønsker adgang til skattemæssigt at afskrive på disse, samt en adgang til at fradrage et driftsunderskud i sine øvrige personlige indtægter, må der stiftes et egentligt selskabsforhold med medejendomsret.

> Foretages indskuddet i en igangværende virksomhed med flere (ikke anonyme) deltagere, er den selskabsretlige organisationsform allerede fastlagt – normalt som et interessentskab, kommanditselskab, partnerselskab, aktieselskab eller anpartsselskab (i forbindelse med indskuddet kan man naturligvis overveje at ændre den selskabsretlige organisationsform). Den normale situation synes imidlertid at være, at indskyder foretager et kapitalindskud i en enkeltpersonsvirksomhed.

Valg af selskabsform kræver ofte en dyberegående analyse, der fører frem til en afgørelse på et ret komplekst beslutningsgrundlag.[78] I denne sammenhæng skal der alene angives en noget forenklet kæde af overvejelser, der *kan* føre frem til valg af det indre selskab som selskabsform.

I det følgende ses alene på de situationer, hvor en indskyder skal foretage et kapitalindskud i en enkeltmandsvirksomhed drevet af en anden. De mest nærliggende selskabsformer vil være aktieselskabet, anpartsselskabet, partnerselskabet, kommanditselskabet og det her omtalte indre selskab. Det følger af aktieselskabets og anpartsselskabets karakter af lovreguleret selskabsformer, at deltagerne undergives en lang række krav og begrænsninger i deres organisations- og dispositionsfrihed: Bestemte formaliserede beslutningsprocedurer, kapitalkrav og kapitalrekonstruktionskrav, begrænsninger i adgangen til at disponere over driftsresultatet, offentlighed omkring ledelse, større deltagerregnskaber osv. Hvis man anser disse selskabsmæssige krav for uønskede, taler dette for at fravælge disse to selskabsfor-

---

[77] Se også omtalen ovenfor af *U 1932.435 HD* ("Bartens signalsystem"), der så vidt ses er den eneste trykte dom, hvor denne problemstilling *kunne* være bleven aktuel.

[78] Se "Selskabsformerne" s. 286-315, samt *Noe Munck* og *Carsten Fode* i Advokaten nr. 9/1995, s. 242-245 og i Advokaten nr. 10/1995, s. 278-283.

mer. Hertil kommer de skatteretlige ulemper: at deltagerne ikke kan afskrive på selskabets produktionsaktiver, og at deltagerne ikke har adgang til at fratrække et driftsunderskud i deres øvrige indtægter.

De skattemæssige ulemper kan undgås ved, at selskabet organiseres som et partnerselskab, da de skattemæssige begrænsninger ikke gælder for dettes begrænset hæftende deltagere – de såkaldte "kommanditistaktionærer". Men de selskabsretlige ulemper består fortsat, hvortil kommer, at partnerselskaber alene kan organiseres på grundlag af et aktieselskab med et kapitalkrav på 500.000 kr., dvs. uden adgang til anpartsselskabets lavere kapitalkrav og dennes noget smidigere organisationsstruktur. Er disse vilkår acceptable, vil partnerselskabet være en organisationsform, der bør overvejes. Alligevel viser de få registrerede selskaber af denne type, at det praktiske retsliv er tilbageholdende med at anvende den.[79]

Valget vil derfor ofte stå mellem et kommanditselskab og et indre selskab som den organisatoriske ramme omkring indskuddet. Umiddelbart kunne det måske synes naturligt at stifte et kommanditselskab, der er en velkendt selskabsform reguleret af et sæt af anerkendte deklaratoriske regler. Men man kan også vende spørgsmålet: Hvorfor *ikke* stifte et indre selskab? Spørgsmålet er nærliggende, da investor normalt ikke har nogen særlig interesse i, at hans investering bliver kendt af omverdenen. Så hvorfor ikke anvende det indre selskab, der netop frembyder den fordel, at investeringen alene er et internt forhold mellem investor og virksomhedsindehaveren. Det indre selskab tilbyder netop i dansk ret en attraktiv mulighed for, at en investor kan være selskabsdeltager *uden* samtidig at være kendt af omverdenen. Det synes derfor lige så nærliggende at tage udgangspunkt i at organisere et sådant indskud i det indre selskabs form.

Anvendelsen af kommanditselskabet er navnlig indiceret, hvor der er behov for at gøre investors navn kendt af omverdenen. Dette kan have betydning for virksomhedens goodwill, eksempelvis hvor investor er anerkendt indenfor branchen for sin forretningsmæssige eller faglige dygtighed. Ligeledes kan det skaber en forventning om, at investor vil gå dybere ind i virksomhedens ledelse end normalt for passive investorer, såfremt virksomheden kommer ud i problemer. Undertiden skabes der endog en forventning om, at investor, der har knyttet sit navn til virksomheden, ikke vil lade virksomheden økonomisk bryde sammen under dække af sin begrænsede hæftelse.

Men hvor kommanditselskabet ikke er positivt indiceret, er det som anført mest nærliggende blot at anvende det indre selskab.[80] Som det er beskrevet tidligere, er det også

---

[79] Dette skal måske også ses i sammenhæng med den usikkerhed, der for tiden består vedrørende selskabskonstruktionens nærmere indhold (se herved den ejendommelige dobbeltdefinition i ASL. § 173) smh. med den bestående usikkerhed omkring anvendelsen af aktieselskabslovens regler. Antallet af registrerede selskaber er forbløffende beskedent set i forhold til Erhvervsministeriets/Erhvervs- og Selskabsstyrelsens "markedsføring" af denne selskabsform, som "forenede det bedste fra to verdener" (selskabsrettens og skatterettens), se eksempelvis fuldmægtig *Jon Balsby* i Advokaten nr. 9/1996, s. 166.

[80] I visse tilfælde er det positivt indiceret at anvende det stille selskab som organisationsform – dog er disse tilfælde præget af et vist odiøst skær. Enten som følge af årsagen til, at investor ikke ønsker sit navn knyttet til virksomheden, eller som følge af, at der handles i strid med en kontraktretlig forpligtelse eller en lovregel. Til den første gruppe hører de tilfælde, hvor den udøvede virksomhed er af en sådan karakter, at investor ikke ønsker sit navn knyttet til denne. Eksempelvis visse former for spekulationsforretninger. Eller situationen kan være som i *U 1951.17 HD* og *24 HD*, at investors familie drev virksomhed inden for

her muligt at opstille sæt af deklaratoriske regler af en sikkerhed, der næppe adskiller sig afgørende fra de for kommanditselskabet gældende.

---

samme branche, hvorfor investor ønskede at skjule sin selskabsdeltagelse. Herudover kan der til investors navn – i almindelighed eller inden for den pågældende branche – være knyttet en sådan "badwill", at virksomheden står sig bedre ved, at hans deltagelse ikke bliver kendt.

Som eksempel på kontraktstridig adfærd kan nævnes de tilfælde, hvor anonymiteten ønskes, fordi investor allerede deltager i en konkurrerende virksomhed eller er omfattet af en konkurrenceklausul.

Endelig kan der som eksempel på en lovstridig adfærd nævnes de tilfælde, hvor investor arbejder i virksomheden uden den fornødne autorisation til at være medejer. Eller hvor en forsikringsdirektør deltager i private spekulationsforretninger i strid med begrænsningerne i forsikringsaftaleloven.

Litteratur:

Anparter: Anparter i juridisk, skattemæssig og økonomisk belysning v/Paul Krüger Andersen, Mette Neville, Flemming Jakobsen og Frank Pedersen, Forlaget Systime 1987.

Augdahl: Per Augdahl: Kompaniskap, Oslo 1967.

Gomard: Bernhard Gomard: Selskabsretten, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 1999.

Hørlyck: Erik Hørlyck: Interessentskaber og konsortier, 2. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 1996.

Jakhelln: Henning Jakhelln: Ansvarlig lånekapital i Tidsskrift for Rettsvitenskap 1967, s. 222 ff.

Lærebog om indkomstskat: Lærebog om indkomstskat, 8. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag 1987, v/John Engsig, Lida Hulgaard, Aage Michelsen og Margrethe Nørgaard.

Mørch: Niels Mørch: Valg af selskabsform, Børsens Forlag 1977.

Nial: Håkan Nial, Om handelsbolag och enkla bolag, 3. udgave, Norstedts Juridik 1992

Platou: Platou: Forelæsning over norsk selskabsret I, 2. utgave, Oslo 1927.

Roos: Carl Martin Roos: Om sleeping partners i Tidsskrift for Rettsvitenskap 1971, s. 156 ff.

Selskabsformerne: Selskabsformerne - lærebog i selskabsret, 3. udg., Jurist- og Økonomforbundets Forlag 1997 v/Noe Munck, Lars Hedegaard Kristensen og Jørgen Nørgaard.

Selskapsloven - kommentarutgave: Geir Woxholth: Selskapsloven - kommentarutgave, 5. utgave, Oslo 1998.

Sindballe/Klerk: Kristian Sindballe: Dansk Selskabsret I og III v/Niels Klerk, København 1949.

Skatteretten 1: Skatteretten 1 v/Jens Olav Engholm Jacobsen, Jan Pedersen, Kurt Siggaard og Niels Winther-Sørensen, 2. udgave, Gad Jura 1995.

Skatteretten 2: Skatteretten 2 v/Jens Olav Engholm Jacobsen, Jan Pedersen, Kurt Siggaard og Niels Winther-Sørensen, 2. udgave, Gad Jura 1995.

Torp: Carl Torp: Den danske Selskabsret, København 1919.

Werlauff: Erik Werlauff: Selskabsret, 3. udgave, Gad Jura 1997.

Hvad skal vi med tilbudspligt? Den er bare til besvær

af

amanuensis, LL.M. Jesper Lau Hansen
Københavns Universitet

1. Indledning

Det er velkendt, at fondsbørsret og aktieselskabsret kan kollidere.[1] Et område er den fondsbørsretlige regulering af kontrolovertagelse, herunder reglerne om tilbudspligt og ligebehandling. Også dette område er bearbejdet.[2] Når jeg alligevel har valgt at tage emnet op igen, skyldes det, at der er sket nyt på området siden sidste Nordiske Selskabsretskonference i 1996:

* I EU er Kommissionens forslag til et 13. selskabsretsdirektiv om kontrolovertagelse af 7. februar 1996 blevet ændret den 10. november 1997.[3]

* I Norge er reglerne om tilbudspligt i verdipapirhandelsloven af 1997 blevet skærpet, sådan at tilbudspligt indtræder ved kontrol af 40 % af stemmerettighederne, hvor den tidligere grænse var 45 %.

* I Danmark blev reglerne om tilbudspligt overført fra de børsetiske regler til værdipapirhandelsloven af 1995. Udover at gøre tilbudspligten til lov, reduceredes tilbudspligten til reelt kun at angå overtagelse af kontrol de jure, hvor det i de børsetiske regler var tilstrækkeligt med kontrol de facto til at udløse

---

1 Dette drøftes i dansk fondsbørsret af *Krüger Andersen & Jul Clausen*, Introduktion til børsretten (1996) s. 139 ff., *Schaumburg-Müller & Bruun Hansen*, Dansk børsret (1996) s. 201 ff. og *Werlauff*, Børsret (1997) s. 293 ff. og samme, Selskabs- og børsretlig regelkonflikt, U 1998B.307.

2 Særligt fremtrædende af *Jan Schans Christensen*, Contested Takeovers, (disputats, København 1991), og *Rolf Skog*, Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? (Stockholm 1995).

3 Jf. KOM(97) 565 end. udg.

tilbudspligten. På denne baggrund har vi haft vores første tilfælde af konkurrerende tilbud om en virksomhed[4] og vores første skandaler.[5]

* I Sverige, der ikke har tilbudspligt men alene Näringslivets Börskommittés rekommendationer om ligebehandling, har Aktiebolagskomittén afgivet betænkning SOU 1997:22, *Aktiebolagets kapital*, der fraråder indførelse af tilbudspligt.[6]

* Endelig har vi i Danmark haft en mindre udbygning af reguleringen af tilbudspligt.[7] Det blev i denne sammenhæng anført fra regeringens side, at man vil tage spørgsmålet op i næste folketingssamling, d.v.s. indeværende samling 1998/99.[8] Som led i den fornyede behandling har Finanstilsynet ladet fremstille en rapport, der sammenligner reguleringen i de forskellige europæiske lande.[9]

På denne baggrund, hvor tilbudspligten på ny er aktuel både på europæisk og nationalt plan, finder jeg det velbegrundet nok engang at drøfte tilbudspligten nærmere.

2. De forskellige pligter

Tilbudspligt består, som navnet antyder, i en pligt til at fremsætte tilbud. Pligten udløses, når en erhverver har opnået en vis kontrol over målselskabet. Grænsen for denne kontrol kan fastsættes som

* en andel af de samlede stemmerettigheder (et procent kriterium);[10]

---

4 Phønix-sagen, jf. herom *Lynge Andersen & Jul Clausen* i U 1997B.369.

5 Navnlig TeleDanmark-sagen, jf. herom *Werlauff & Schaumburg-Müller* i U 1998B.1.

6 NBK forventes dog at ændre sin holdning i retning af tilbudspligt. Om det private organ NBK generelt, se *P-O Jansson*, Regelbildning på värdepappersmarknaden (1995) s. 245 ff.

7 Lov nr. 414 af 26. juni 1998, der gav Fondsrådet kompetence til at udstede regler om målselskabets pligt til at udtale sig om et bud. Kompetencen er endnu ikke udnyttet.

8 Foråret 1998 var i dansk politik optaget af folketingsvalg og folkeafstemningen om Amsterdamtraktaten.

9 Jf. *Jul Clausen & Engsig Sørensen*, Udredning om overtagelsestilbud (Finanstilsynet, november 1998). Forfatterne har opsummeret undersøgelsen i UfR 1998B.406 ff. De har tidligere analyseret dansk, svensk og norsk ret samt det nye udkast til 13. selskabsretsdirektiv i Takeover Bids (København 1998).

10 F.eks. norsk ret, der fastsætter grænsen ved 40 %, hvortil kommer regler om nærtstående erhverv og erhverv via holdingselskaber, jf. norske vphl. kap. 4.

* en adgang til retligt at kontrollere selskabet (et de jure-kriterium);[11] eller

* den praktiske kontrol over selskabet (et de facto-kriterium).[12]

Forskelligt fra tilbudspligten, men ofte forbundet med den, er pligten til ligebehandling med hensyn til pris. Er der tilbudspligt, kan det ikke overlades tilbudsgiveren frit at fastsætte prisen; det kunne gøre tilbudspligten illusorisk. Men bortset herfra er der flere muligheder:

* prisen kan være markedsprisen, enten på tidspunktet for tilbudspligtens opståen eller tilbudets fremsættelse (markedspris);

* prisen kunne baseres på en uafhængig vurdering af målselskabet på et af disse tidspunkter (vurderingspris);

* prisen kan sættes lig den pris, som blev betalt for de aktier, som udløste tilbudspligten (lighedspris);

* prisen kan sættes lig den højeste pris, som er blevet betalt af den tilbudspligtige i en vis periode før og eventuelt efter opnåelse af kontrol (maksimalpris); eller

* prisen kan sættes som et gennemsnit af de priser, som den tilbudspligtige måtte have betalt i en sådan periode (gennemsnitspris).

Som eksempler kan anføres, at *norsk* ret som udgangspunkt anvender maksimalpris, nemlig den højeste pris, som den tilbudspligtige har aftalt i 6 måneder før tilbudspligten indtrådte. Hvis markedsprisen er højere, skal den dog anvendes, jf. vphl. § 4.10, stk. 4. Et lighedshensyn mellem aktionærer synes her at være trængt i baggrunden, og beregningsmetoden indbyder til kursmanipulation.[13] I *dansk* ret anvendes ligeledes maksimalpris, nemlig den højeste pris indenfor de sidste 6 måneder, hvilket yderligere kan udvides diskretionært af Fondsrådet til 24 måneder, hvis det giver en højere pris. Endvidere må prisforskellen mellem børsnotere-

---

[11] F.eks. dansk ret, der lægger vægt på retlige forhold, såsom flerhed af stemmerettighederne, aftale med selskabet eller andre aktionærer, jf. danske vphl. kap. 8. Grænserne er inspireret af den fællesskabsretlige koncerndefinition i det 7. selskabsretsdirektiv om konsoliderede regnskaber (83/349/EØF), art. 1, stk. 1.

[12] Et de facto-kriterium indgik i de tidligere børsetiske regler og i det første lovudkast L 250, FT 1994/95 A sp. 3714 ff., § 31: »... aktiepost, som retligt eller faktisk giver kontrol over et selskab, ...«. Fastlæggelsen af grænsen i de børsetiske regler blev foretaget ad hoc af Københavns Fondsbørs, hvilket medførte en vis usikkerhed.

[13] Risikoen for kursmanipulation var erkendt, jf. NOU 1996:2 s. 122 f. Men ønsket om at vælge den højeste kurs indenfor 6 måneder-fristen fik præference. At der i disse tilfælde ikke var en kontrolpræmie at fordele, ses ikke drøftet.

de aktier og unoterede aktier ikke overstige 50 %, jf. bekendtgørelse nr. 333 af 23. april 1996.[14]

3. Begrundelsen

Fra officielt hold synes der navnlig at være to begrundelser for tilbudspligten: minoritetsaktionærer skal beskyttes mod ændringer i selskabets driftsorientering, og alle aktionærer skal behandles lige.

I dansk ret fremtræder den første begrundelse i Københavns Fondsbørs' afgørelser om tilbudspligt. Her har man igennem årene anvendt samme formulering, der med tiden har fået karakter af en besværgelse, og som anvendes uforandret også efter tilbudspligtens forfremmelse fra børsetiske regler til lov:

> »Fondsbørsen udtalte, at et af de væsentligste hensyn bag reglerne om købstilbud er, at der normalt ved et majoritetsskifte skabes så markant ændrede vilkår og udsigter for det pågældende selskab, at minoritetsaktionærerne skal have mulighed for at komme ud af deres investering«.[15]

Den anden begrundelse fremgår direkte af den danske vphl. § 31:

> »Overdrages en aktiepost ... skal erhververen give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser ...«.

4. Fejltagelsen

På denne baggrund kan man beskrive tilbudspligten, som den findes i dansk og norsk ret, som det rigtige svar på ikke bare et, men hele *to* forkerte spørgsmål.

Den i pkt. 2 ovf. angivne begrundelse kan nemlig ubesværet opstilles som to spørgsmål:

1. Hvordan beskytter vi minoritetsaktionærer mod en ændring i selskabets driftsorientering?

2. Hvordan sikrer vi en lige behandling af aktionærerne?

---

[14] Se *Werlauff & Schaumburg-Müller* i U 1998B.1 s. 4 f., der påpeger ændringen i forhold til Kbh. Fondsbørs' praksis efter de børsetiske regler, hvor prisforskellen mellem noterede/unot. aktier kunne udgøre 100 %, og hvor der kunne anvendes en gennemsnitspris fremfor en maksimalpris. Forf. tvivler på, om Fondsrådet har hjemmel til at begrænse prisforskellen som gjort. Denne kritik kan ikke tiltrædes; Fondsrådet må have frie hænder efter den åbne bemyndigelse i vphl. § 32, stk. 3.

[15] Jf. Københavns Fondsbørs, Afgørelser og udtalelser 1997, pkt. 2.1.

Som sagt er de to spørgsmål forkerte, for vi skal *ikke* beskytte minoritetsaktionærer mod en ændring i selskabets driftsorientering, og vi skal *ikke* behandle aktionærer lige. Det strider ganske simpelt mod aktieselskabsretten at antage noget sådant, hvilket bør stå klart, hvis vi betragter den historiske udvikling. Der foreligger med andre ord en kollision mellem aktieselskabsret og fondsbørsret.

Før vi vurderer, om kollision er berettiget, vil jeg i pkt. 4-5 uddybe min just anførte påstand om indholdet af aktieselskabsretten.

5. Majoritetsprincippet

Et kort vue over udviklingen i dansk aktieselskabsret vil vise, at majoritetsprincippet er blevet stadigt styrket, mens minoritetens mulighed for at påvirke selskabets driftsorientering omhyggeligt og eftertrykkeligt er blevet reduceret.

Majoritetsprincippet i selskabsretten tillægges vægt allerede i slutningen af det 18. årh., hvilket ganske prægnant udtrykkes af en dansk højesteretsdommer således: »Når despoti står overfor despoti, er færres despoti dog utåleligere end de fleres«.[16] Hvis disse ord leder tanken hen på oplysningstidens ånd, er det næppe helt forkert. C. N. David tog i 1839 afstand fra en ældre tids selskaber, der ikke anerkendte de repræsentative formers værd.[17] Majoritetsprincippets fremmarch havde nøje sammenhæng med demokratiets fremvækst og troen på den fælles fornuft.

I tiden indtil de første moderne selskabslove omkring 1900,[18] lagde man vægt på kontraktsretlige synspunkter, bl.a. læren om forudsætninger. C. Hage opsummerer stillingen således, at majoritetsprincippet gælder som udgangspunkt også ved vedtægtsændringer, men: »[d]og er der visse almindelige forudsætninger for hver aktionærs tiltræden af selskabet, som han selvstændig kan hævde overfor bestyrelse og generalforsamling til trods for alle statutforandringer. Til sådanne må henregnes: ... at han kun ville være interesseret i foretagendet af den fra først af angivne karakter (en spritfabrik kan ikke forandres til et bryggeri)«.[19]

Den første danske aktieselskabslov af 1917 videreførte dette synspunkt, jf. dens § 33, der krævede *enstemmig* beslutning af samtlige aktionærer for at vedtage væsentlige ændringer i selskabets formål.[20]

---

[16] Citeret fra *Th. Nielsen*, jf. U 1954B.198.

[17] Citeret fra *A. Nielsen*, Industriens historie, (1944) bind III,1 s. 213 f.

[18] I Sverige 1895 til afløsning for den fransk inspirerede lov af 1848, dernæst Norge og Sverige 1910, og Danmark 1917.

[19] Jf. *C. Hage*, Haandbog i handelsvidenskab (1894) s. 213.

[20] Selvom asl. af 1917 fremtrådte som en kraftig reduktion af det oprindelige udkast fra 1901, var der her ingen forskel mellem asl. § 33 og udkastets § 58.

Ved den næste aktieselskabslov af 1930 var det allerede ændret, jf. § 57, stk. 2. Kravet om enstemmighed blandt samtlige aktionærer var forladt, fordi det kunne hindre en hensigtsmæssig ledelse af selskabet. Væsentlige ændringer krævede nu 9/10 af aktiekapitalen, d.v.s. *hele* aktiekapitalen uanset fremmødet på generalforsamlingen og uanset eventuelle stemmeløse aktier.

Ved den nugældende aktieselskabslov af 1973 blev minoritetens indflydelse på driftsorienteringen yderligere formindsket. Formålsændringer blev ligestillet enhver anden ændring af vedtægterne, hvilket kan gennemføres med 2/3 af de afgivne stemmer og den repræsenterede kapital, jf. asl. § 78. Aktionærer, der ikke giver møde på generalforsamlingen, tælles således ikke med.[21]

Til gengæld fik vi ved denne lejlighed efter finsk forbillede *generalklausuler*,[22] der skulle værne mod majoritetsmisbrug, og efter svensk forbillede bestemmelser om *indløsningsret*.[23] Indløsningsreglerne angik egentlig fusion, men skulle reelt sikre moderselskabet mod besværlige minoritetsaktionærer, uanset om fusion ønskedes gennemført.[24] Herved reducerede man endnu en minoritetsbeskyttelse, nemlig beskyttelsen mod tvangsindløsning.

Et forslag om *proportional repræsentation* i bestyrelsen til gavn for minoritetsaktionærer blev senest fremsat i første halvdel af 1960'erne, men aldrig fulgt i de nordiske selskabslove.[25] Man ønskede ikke, at minoritetsaktionærer skulle have indflydelse på selskabets ledelse. Gældende nordisk aktieselskabsret er således den dag i dag, at samtlige pladser i bestyrelsen kan besættes af den eller de, der kontrollerer over 50 % af stemmerne.

Denne udvikling er ikke et særligt dansk fænomen. Se t.eks. SOU 1975:103, der lå til grund for abl. af 1975. Her udtales s. 245: »ABL hviler på den princippen att bestämmenderätten tilkommer majoriteten«. Synspunktet gentages i SOU 1995:44 s. 11, hvor aktiebolagskomittén »[f]remhåller ... betydelsen av en aktiv ägarfunktion i företagen«. Bergström & Samuelsson ser i den seneste svenske betænkning en ændring i retning af en styrkelse af majoritetsprincippet.[26] Men reelt synes det egentlige skifte at være indtrådt længe før. Se t.eks. H. B. Krenchels kommentar til den ovennævnte danske asl. af 1930 § 57, stk. 2:

---

21 Hertil kommer den begrænsning af ultra vires-doktrinen, som fulgte af det 1. selskabsretsdirektiv (68/151/EØF) art. 9, hvorefter handlinger *udenfor* selskabets formål forpligter, medmindre selskabet godtgør, at tredjemand var bevidst om forholdet. Bestemmelsen blev gennemført ved asl. af 1973 § 61.

22 Danmark: asl. §§ 63 og 80. Sverige: 8 kap. 3 § og 9 kap. 16 § abl., Norge: asal. §§ 5-21 og 6-28.

23 Inspirationen var abl. af 1944 § 174. Danmark: Bestemmelserne blev indsat i asl. af 1973 som § 139, stk. 2-3, nu §§ 20b og 20d. Sverige: 14 kap. 31 § abl. Norge: asal. § 4-25.

24 Siden lov nr. 1060 af 23. december 1992 gælder bestemmelsen i dansk ret også for fysiske storaktionærer, mens den i Sverige og Norge fortsat kun gælder moderselskaber.

25 Se anbefalingen i den danske betænkning 362/1964 p. 136 ff., der bl.a. citerer et synspunkt om at modvirke »lederklikkens absolutte diktatur på det økonomiske område«. Anbefalingen blev ikke gentaget i den følgende bet. 540/1969, som lå til grund for asl. af 1973.

26 Jf. *Bergström & Samuelsson*, Aktiebolagets grundproblem (1997) s. 134 f.

»Efter den udstrakte brug, det praktiske liv gør af aktieselskabsformen, forsvinder i al fald i handel, industri og skibsfart den personlig ansvarlige forretningsmand snart fuldstændig og erstattes af det uansvarlige AS., der således bliver en dominerende samfundsfaktor. Dens ydre og indre former kan derfor ikke alene være afhængig af personlige interesser, men må ofte bestemmes ud fra mere almene nytte-synspunkter, hvor den enkelte deltager må underordne sig flertalsviljen, som må præsumeres i højere grad end den enkelte at repræsentere mere almene synspunkter; ... Der er derfor en nødvendighed for at komme bort fra den enkelte aktionærs individualrettigheder; ...«.[27]

Jeg mener på denne baggrund at have belæg for min påstand om, at nordisk aktieselskabsret entydigt er gået i retning af at *fjerne* minoritetsaktionærerne fra indflydelse på selskabets driftsorientering uden at give en modsvarende beskyttelse.[28]

6. Lighedsgrundsætningen

Når jeg i pkt. 3 anfører, at en ligebehandling af aktionærerne strider mod nordisk aktieselskabsret, skal dette naturligvis ikke forstås som om, der slet ikke gælder en lighedsgrundsætning på dette område. Det gør der naturligvis: alle *aktier* skal behandles lige.[29]

Det er en almindelig grundsætning, at har vi ikke andre fordelingsnøgler, så falder vi tilbage på den mest primitive af dem alle: ligedelingen. Men selv denne aktieselskabsretlige lighedsgrundsætning er ikke ufravigelig, og det er derfor anerkendt i alle de skandinaviske stater, at der kan være forskel på aktier; vi taler da om forskellige aktieklasser.[30] Den mest almindelige forskel synes at være *stemmeretsdifferentieringen*: at nogle aktier har flere stemmer end andre.

Europa-Kommissionens holdning har siden fremsættelsen af det første forslag til et 5. selskabsretsdirektiv i 1972 været vendt imod denne adgang til at skabe

---

27 Jf. *Krenchel*, Haandbog i dansk aktieret (1930) s. 249 f.

28 Indløsningsretten har ikke direkte sammenhæng med minoritetens manglende indflydelse på driftsorienteringen, fordi den først indtræder ved 9/10 kontrol. Reelt er denne ret alene et appendiks til den modsvarende tvangsindløsningsret for majoriteten.

29 At der lægges vægt på aktier og ikke aktionærer skyldes, at aktieselskabet er et kapitalselskab, ikke et personselskab, jf. *Samuelsson, Bergström & Högfeldt* i TfR 1994.117 s. 127. Selve majoritetsprincippet var jo en fravigelse af ligestillingstanken, som vi møder den i personselskaber, og accepten heraf var et første tøvende skridt på vejen mod at anerkende kapitalselskaber som juridiske personer med egen hæftelse.

30 Jf. Danmark: asl. § 17; Sverige: 3 kap 1 § abl.; Norge: asal. 4-1. Når det 2. selskabsretsdirektiv (77/91/EØF) art. 42 taler om lige behandling af »aktionærer, der befinder sig i samme situation«, er det utvivlsomt blot en mindre elegant formulering af det samme hensyn.

ulighed mellem aktier, der repræsenterer samme indskud i samme selskab.[31] Dette fremgår stadig af art. 33, hvor stykke 1 fastslår det tilstræbte udgangspunkt: at stemmeretten står i forhold til aktiernes kapitalindskud, mens stykke 2 modstræbende tillader stemmeretsdifferentiering, men kun for op til halvdelen af kapitalen, og da kun i det omfang og så længe stemmesvage aktier nyder særlige fordele.

Kommissionens begrundelse for denne modstand mod stemmeretsdifferentiering er angiveligt, at forskelsbehandlingen som oftest kommer udlændinge til ulempe. De oprindelige nationale ejere forbeholder sig de stemmestærke aktier, mens udenlandske investorer spises af med de stemmesvage.[32]

At Kommissionen skulle få denne opfattelse af stemmeretsdifferentieringens potentiale som diskriminationsbeføjelse er ikke helt ubegrundet. For eksempel gav den danske lov nr. 225 af 22. juni 1962 mulighed for en lempeligere adgang til at indføre begrænsninger i overdragelsen af aktier i form af bestyrelsessamtykke og stemmeloft for den enkelte aktionær. Loven var angiveligt fremkaldt af ønsket om at modvirke udenlandske ejerinteresser, hvilket var blevet aktuelt, da Danmark havde indgivet ansøgning sammen med UK om medlemsskab af EF i august året før.[33]

Kommissionens modvilje mod stemmeretsdifferentiering og det stadigt verserende forslag til et 5. selskabsretsdirektiv førte til, at det danske selskabsretspanel i begyndelsen af 1990'erne blev anmodet om at vurdere forholdet efter dansk aktieselskabsret.[34]

Panelets konklusion var, at stemmeretsdifferentiering burde bevares som en mulighed, selskaberne kunne anvende, hvis de ønskede det.[35] Panelet antog, at hvis markedsaktørerne ikke fandt ordningen med stemmestærke A-aktier og stemmesvage B-aktier hensigtsmæssig, så ville de enkelte selskaber afstå fra at anvende den. Dette synspunkt var i overensstemmelse med betænkningens øvrige konklusioner om fremtidstilpasning af selskabslovgivningen, hvor man lagde vægt på at skabe så vide rammer for de enkelte virksomheder som muligt.

Det fremgår tillige af panelets overvejelser, at stemmeretsdifferentiering ikke blev opfattet som et problem i forhold til lighedsgrundsætningen. At der skulle være noget uretfærdigt i den ulighed, som stemmeretsdifferentieringen medførte, herunder at nogle aktier fik en højere værdi alene i kraft af deres større indflydel-

---

31 Forslaget er ændret tre gange. Udkast: EFT 1972 C 131/49; 1. ændring: EFT 1983 C 240/2; 2. ændring: EFT 1991 C 7/4; 3. ændring: EFT 1991 C 321/9. En sammenskrevet version findes bl.a. i *Prehn & Hansen*, Regelsamling i europæisk selskabsret (1994) s. 91 ff.

32 Jf. *Werlauff*, Europæisk selskabsret (1992) s. 227, og *Jul Clausen & Engsig Sørensen*, Takeover Bids (1998) s. 21 f.

33 I bet. 362/1964 s. 13 anføres: »Efter optagelsen af forhandlingerne om Danmarks eventuelle tilslutning til Fællesmarkedet udarbejdede handelsministeriet efter drøftelse med erhvervene et forslag til ændring af aktieselskabsloven med det formål at imødegå den fra erhvervsside påpegede risiko for uønskede udenlandske kapitalinvesteringer i danske virksomheder«. Betænkningen anbefalede i øvrigt lovændringen ophævet, hvilket blev fulgt med asl. af 1973.

34 Jf. bet. 1229/1992, Forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene.

35 For en afvigende holdning, se paneldeltager *Eskil Trolles* bidrag til *Jul Clausen (red.)*, Nye tendenser i skandinavisk selskabsret (1995), s. 37 ff.

se, synes ikke at være lagt til grund, hvilket da også ville stride imod den udtrykkelige adgang til at have forskellige aktieklasser, som er givet i selskabslovene. Når der er grund til at fremhæve et så selvfølgeligt forhold, skyldes det, at lighedsgrundsætningen faktisk påberåbes som relevant i andre sammenhænge, navnlig ved tilbudspligt.

Igen kan det afslutningsvis bemærkes, at den her anførte vurdering ikke er et isoleret dansk fænomen. Den svenske aktiebolagskomité har i SOU 1997:22 udtrykkeligt drøftet, om der gælder et generelt krav om ligebehandling af aktionærer. Dette afvises, og det udtales direkte s. 287: »Kravet på likabehandling ... bygger enligt kommitténs uppfatning på en missuppfatning av den bolagsrättliga likabehandlingsprincipens innebörd«.

Det er hårde ord fra et ekspertorgan som aktiebolagskomittén, men jeg er enig: at tale om en pligt til ligebehandling af aktionærer er en *misuppfatning*, en fejltagelse.

7. Exit-muligheden

At de i pkt. 3 anførte begrundelser for tilbudspligten er forkerte, som jeg har vist i pkt. 4-5, udelukker ikke i sig selv, at der måske findes *andre* gode grunde.

Man kunne f.eks. anføre, at netop fordi minoriteten i stadigt stigende omfang er blevet fjernet fra indflydelse på selskabets ledelse, så bør minoriteten have en adgang til at sælge sine aktier og komme ud af selskabet, når en ny majoritet tager over. Der er imidlertid en række forhold, der mere end antyder, at dette er en skinargumentation, som blot forsøger at dække over de to førnævnte forkerte begrundelser.

1. Hvis man ønsker at give minoriteten en exit-mulighed, hvorfor så kun knytte den til *overdragelse* af en majoritet?

   Det fremgår af den danske vphl. § 31, stk. 1, at tilbudspligt kun angår overdragelse, og i den norske vphl. § 4-2 anføres udtrykkeligt, at arv og gave ikke omfattes, hvilket tillige gælder fortolkningen af den danske bestemmelse.

   Eksempel 1. Et selskab kontrolleres af den fornuftige storaktionær A. Han dør af et slagtilfælde uden at have forberedt et generationsskifte, og aktiemajoriteten tilfalder hans ødeland af en søn, B. Der er ikke sket overdragelse, og minoriteten skal ikke have en exit-mulighed.[36]

   Eksempel 2. Samme situation som i eksempel 1, men nu når den altid fremsynede A at overdrage sin majoritetspost til den kompetente efterfølger, C, som han har valgt for at sikre kontinuiteten. Der er sket overdragelse, og minoriteten skal have den exit-mulighed, de ikke fik i eksempel 1.

[36] I NOU 1996:2 s. 110 begrundes undtagelsen med, at der ikke foreligger en *kontrolpræmie*. Om denne forklaring, se pkt. 8 ndf.

Eksempel 3. De to aktionærer A og B ejer hver 30 % af stemmerettighederne. De kan ikke udstå hinanden og holder hinanden i skak. Men en dag finder de hinanden, for A ønsker at forlade landet. A og B indgår en aktionæraftale, der bl.a. giver B ret til at udøve deres fælles stemmer. Kontrollen over selskabet er skiftet de facto, men da der ikke har fundet en overdragelse af aktier sted, skal minoriteten ikke have en exit-mulighed.

Eksempel 4. Samme situation som i eksempel 3. Et stykke tid efter aktionæraftalen sælger B sine aktier til outsideren C. For at bevare status quo er det aftalt, at C indtræder i aktionæraftalen med udlandsdanskeren A. I modsætning til eksempel 3 udløses der nu tilbudspligt, og minoriteten skal have en exit-mulighed.

Eksempel 5. Samme situation som i eksempel 3, men på grund af det anstrengte forhold til A, sælger B sin aktiepost til C uden, at en aktionæraftale bliver oprettet. Aktionæraftalen bliver dermed først oprettet mellem A og C i forbindelse med C's køb af B's aktier. Igen i modsætning til eksempel 3 udløses der tilbudspligt.

Eksempel 6. I moderselskabet ansættes en ny og karismatisk adm. direktør, A, til afløsning for den konservative B, der omsider går på pension. A omorganiserer hele koncernen, herunder ændrer bestyrelsen i datterselskabet og formålsbestemmelsen i vedtægterne. Hertil kræves 2/3 af de afgivne stemmer og den repræsenterede kapital, hvilket moderselskabet besidder. Der er tydeligvis sket en ændring i driftsorienteringen, men ingen overdragelse af aktier. Minoritetsaktionærerne i datterselskabet skal derfor ikke have en exit-adgang.

2. Hvorfor knytte tilbudspligten til den blotte overdragelse og ikke til en *ændring* i driftsorienteringen?

Efter de nugældende danske og norske regler udløses tilbudspligt, også selvom den nye majoritetsaktionær ikke kunne drømme om at ændre driftsorienteringen. Hvis den beskyttelse, som tilbudspligten angiveligt er, angår en sådan ændring, ville det være nærliggende at knytte pligten til en ændring af driftsorienteringen, jf. eksempel 6 ovf., uanset om en overdragelse har fundet sted. Man kunne f.eks. lade tilbudspligt opstå, hvis selskabets vedtægtsmæssige formålsbestemmelse blev ændret.[37] Det ville i så fald være naturligt at begrænse tilbudspligten til en overstemt minoritet, idet de aktionærer, der stemte for ændringen, næppe har brug for beskyttelsen.

Før denne mulighed tiltrædes, bør man imidlertid skænke udviklingen en tanke, jf. pkt. 4 ovf. Er det hensigtsmæssigt at gøre ændring af driftsorienteringen i et selskab til en økonomisk byrdefuld disposition? Når vi i dag *ikke* har sådanne aktieselskabsretlige regler i nogle af de nordiske lande, kunne det skyldes, at svaret er nej.

3. Hvorfor forbeholde tilbudspligt for *børsnoterede* selskaber, hvor exit-muligheden allerede er til stede?

Hvis man virkelig vil præsentere tilbudspligten som en beskyttelsesforanstaltning i form af en exit-mulighed til gavn for minoritetsaktionærer, så burde pligten medtages i aktieselskabsloven og gælde for alle aktieselskaber, uanset

---

[37] En sådan bestemmelsen ville måske også understrege formålsbestemmelsernes betydning som minoritetsbeskyttelse, så den nuværende praksis med intetsigende formålsangivelser undgås. Betydningen af formålsbestemmelsen i vedtægterne ses af 1. selskabsretsdirektivs art. 2, litra a, og 2. selskabsretsdirektivs art. 2, litra b, der kræver offentliggørelse af hhv. vedtægter og formål. Ultra vires-doktrinen er dog begrænset ved 1. selskabsretsdirektiv art. 9, jf. note 22 ovf.

om de var børsnoterede eller ej. Det er jo i de ikke-børsnoterede selskaber, at minoritetsaktionærerne helt mangler den exit-mulighed, som børsnotering giver.[38] Hertil kommer, at det er netop i de ikke-børsnoterede selskaber, man finder det nære forhold mellem selskabsdeltagerne, som kan begrunde en exit-adgang, hvis majoritetsaktionæren udskiftes. Det børsnoterede selskab er derimod det mest anonyme af de anonyme selskaber; det var jo baggrunden for det såkaldte storaktionærdirektiv (88/627/EØF), som skulle skabe offentlighed om ejerkredsen i sådanne selskaber.[39]

4. Hvis man lægger vægt på exit-muligheden, hvorfor så knytte den til en pligt til at tilbyde *maksimalpris*?

Hvis exit-muligheden virkelig var den afgørende begrundelse for tilbudspligten, ville det være nærliggende at lægge vægt på vurderingsprisen, jf. pkt. 2 ovf. Herved opnår man symmetri med reglerne om hhv. tvangsindløsning og indløsningsret. Når anvendelse af maksimalpris alligevel er et krav i dansk og norsk ret, kan det næppe forklares på anden vis end med »missuppfatningen« om et generelt lighedskrav, jf. pkt. 5 ovf. Her leder fejltagelsen endda til, at der end ikke finder ligebehandling sted. Tilbudspligten i både dansk og norsk ret angår ikke lighedsprisen, men maksimalprisen, jf. pkt. 2 ovf.

Eksempel 7. Et aktieselskab har fem aktionærer, kaldet A-E, der hver ejer 20 % af aktierne. For letheds skyld behandles eksemplet efter dansk værdipapirret. Outsideren F køber først 20 % af A til kurs 110 den 1. januar, dernæst 20 % af B til kurs 120 den 1. marts, og endelig 20 % af C til kurs 130 den 1. maj. Herved udløses der tilbudspligt, og F er nu pligtig at tilbyde D og E at købe hver deres beholdning på 20 % til kurs 130. Det er *ikke* ligebehandling, for både A og B har solgt deres aktier til en lavere kurs, end den D og E nu tilbydes.

Det er derfor misvisende, når der i den danske vphl. § 31, stk. 1, står, at tilbudet skal ske på »identiske betingelser«. Den tidligere praksis hos Københavns Fondsbørs, hvor man lagde vægt på en gennemsnitskurs, var da mere i overensstemmelse med denne – i øvrigt misforståede – lighedstankegang.

Men uanset om man anvender maksimalpris eller gennemsnitspris, så fører det til et markedsretligt særsyn: at man tvinger en køber til at betale samme pris for to forskellige varer. Tilbudspligten i denne henseende svarer for så vidt til, at man tvinger en kunstsamler til at betale en høj pris for et mindre vellykket billede, alene fordi han et halvt år før gav samme pris for et mesterværk af samme kunster. Det må nemlig erindres, at mens to aktier kan være ens set med deres respektive ejeres øjne, så kan forholdet være anderledes set fra *køberens* side. Han mangler måske blot en aktie i at opnå kontrol. Han vil derfor være villig til at betale mere for den ene end for den anden. Dette fører i sin tur til argumentet om kontrolpræmie, som drøftes i pkt. 7 ndf.

---

[38] Selvom opkomsten af en majoritetsaktionær kan sænke likviditeten, er exit-muligheden stadig bedre for børsnoterede papirer end for ikke-børsnoterede.

[39] Jf. EFT 1988 L 348/62.

Det fremgår af de anførte fire forhold og de tilknyttede syv eksempler, at hensynet til at give minoritetsaktionærer en exit-adgang ikke kan have været det bærende hensyn bag reglerne om tilbudspligt; hertil giver reglerne en for vilkårlig behandling af minoriteten.

Det bærende hensyn synes først og fremmest at have været lighedsbetragtninger. Det fremgår af Kommissionens henstilling 77/534/EØF om europæiske etiske regler vedrørende handel med værdipapirer,[40] og det blev fastholdt i forslaget til et 13. selskabsretsdirektiv. Om dette direktivs sammenhæng med forslaget til et 5. selskabsretsdirektiv, der også er baseret på lighedsbetragtninger, som afviger fra nordisk aktieselskabsret, se pkt. 5 ovf.

Tilbudspligt kom ind i dansk ret via Kommissionens henstilling fra 1977. Dette skete, fordi handelsministeriet anmodede Københavns Fondsbørs herom. Fondsbørsen var ved fondsbørsloven af 1972 blevet et offentligretligt monopol, og man fulgte derfor ministeriets anmodning og udstedte de første børsetiske regler af 1. marts 1979. De børsetiske regler var en nøje gengivelse af Kommissionens henstilling.

En henstilling er ikke bindende eller forpligtende for medlemsstaterne, jf. TEF art. 189, og adskillige stater undlod da også at følge henstillingen. Hvorfor man indførte reglerne i Danmark, er ikke klart. Der synes ikke at have været nogen debat eller nærmere overvejelser herom, hvilket formodentlig afspejler, at de børsetiske regler var ganske uforpligtende. Først senere blev de børsetiske regler skærpet, og udviklingen har indtil nu medført, at tilbudspligten er blevet lovhjemlet. Det er i øvrigt bemærkelsesværdigt, at argumentet for at skærpe reglerne om tilbudspligt bestandigt har været, at når man nu alligevel har dem, så bør de også overholdes bedre. Herved undgår man behændigt at skulle argumentere for reglernes selvstændige berettigelse.[41]

Af de anførte forhold og eksempler fremgår også, at et kontrolskifte de facto ikke altid udløser tilbudspligt, fordi der lægges vægt på overdragelse, jf. det første forhold og eksempel 1-6. De danske børsetiske regler, der tidligere regulerede tilbudspligten, var ligeledes baseret på overdragelses-kriteriet. Når det i dag kritiseres, at reglerne om tilbudspligt i den danske vphl. ikke længere omfatter et de facto-kriterium, jf. pkt. 1 ved note 6 ovf., så bør det altså erindres, at heller ikke efter de børsetiske regler ville de anførte eksempler have ført til tilbudspligt. Genindførelsen af de facto-kriteriet fra de børsetiske regler, hvilket bl.a. Københavns Fondsbørs har gjort sig til talsmand for, vil således ikke ændre på den her beskrevne vilkårlighed.

8. Kontrolpræmien

Et andet argument til støtte for tilbudspligt er, at der ved overtagelse af en kontrolpost ofte betales en overpris, en såkaldt kontrolpræmie, som afspejler den økonomiske fordel i at kontrollere selskabet. Denne præmie opfattes som selskabets

---

[40] Dateret 25.07.1977, jf. EFT 1977 L 212.37. Berig. EFT 1977 L 294.28.

[41] Jf. bet. 1290/95, bind 2, s. 65: »Bestemmelserne herom [tilbudspligten, *JLH*] var tidligere optaget i de børsetiske regler udstedt af Københavns Fondsbørs. Et flertal af Børsudvalget har imidlertid fundet det nødvendigt at fastlægge tilbudspligten og de generelle krav hertil i forslag til værdipapirhandelsloven på baggrund af den tvivl, der tidligere og måske fortsat hersker med hensyn til tilbudspligtens retlige status«. Herudover drøftes reglernes berettigelse ikke af udvalgets flertal.

ejendom, upåagtet at den er knyttet til en given aktionærs aktier og undergiven dennes rådighed, og tilbudspligten skal da sikre alle aktionærer en lige andel af præmien. At der ved tilbudspligt reelt ikke deles den konkret konstaterede præmie, overses tilsyneladende også.[42]

Dette argument er i bedste fald knyttet til *the corporate asset theory*, der har sit udspring i USA i 1930'erne, og i værste fald til misforståelserne omkring lighedsgrundsætningen, jf. pkt. 5 ovf. En indbyrdes sammenhæng mellem de to kan i øvrigt ikke afvises.

Rolf Skog har redegjort for den amerikanske teori og påvist dens manglende opbakning i moderne amerikansk og andre staters selskabsret.[43] Til denne kritik kan yderligere anføres, at den væsentlige forudsætning om, at kontrol er selskabets aktiv, er svært foreneligt med udviklingen i nordisk aktieselskabsret, hvor minoritetens indflydelse er blevet stadigt udhulet, jf. pkt. 4 ovf.

Det virker endvidere ikke overbevisende at hævde, at alle aktionærer har samme ret til en andel af kontrolpræmien, når nordisk aktieselskabsret udtrykkeligt anerkender en fravigelse af lighedsgrundsætningen mellem aktier, f.eks. i form af stemmeretsdifferentiering, jf. pkt. 5 ovf. Det er efter nordisk aktieselskabsret helt uangribeligt, at en nom. 100 kr. A-aktie med 10 stemmer konsekvent handles til en højere kurs end en nom. 100 kr. B-aktie med 1 stemme. Men sker salget af A-aktien i forbindelse med, at kontrol opstår hos erhververen, skal B-aktionærerne pludselig have en andel i denne kursforskel. Det er vanskeligt at se det rimelige heri, navnlig hvis de selv har købt deres B-aktier til lavere kurs, hvilket normalt er tilfældet.

Eksempel 8. Samme udgangspunkt som i eksempel 7. Vurderingskursen, hvilket for letheds skyld sættes lig markedskursen, har gennem længere tid ligget omkring 110, hvilket også er tilfældet den 1. januar, hvor F køber A's aktier. Kursen er stadig ca. 110, da F køber B's aktier den 1. marts. F er villig til at betale kurs 120 til B, selvom det er 10 procentpoint mere end markedskursen, fordi han har en langsigtet plan om at overtage selskabet. Markedskursen stiger til kurs 120, bl.a. fordi markedet efter F's erhvervelse af 40 % forventer yderligere opkøb. D og E sælger deres aktier den 28. april til G og H, der betaler markedsprisen på kurs 120. Da F to dage senere køber C's aktier til kurs 130, udgør de 10 procentpoint fra den nye markedspris på 120 til 130 en kontrolpræmie. Er det fair, at G og H nu skal tilbydes kurs 130 for aktier, de har købt to dage før til kurs 120? Hvis det er fair, hvorfor skal A så ikke tilbydes nogen del af den præmie, som B nød godt af ved sit salg den 1. marts?

Det skal medgives, at eksempel 8 ikke i sig selv er et argument imod teorien om kontrolpræmie. Det er jo en aksiomatisk umulighed at diskutere *gældende* ret med den, der bestrider den eksisterende fordeling af ejendomsrettighederne.[44] Et væsentligt argument for, at den amerikanske teori om kontrolpræmie ikke kan begrunde dansk og norsk ret, er dog, at tilbudspligt udløses uanset, om der betales en kontrolpræmie. Hvis overdragelsen til C i eksempel 2 ovf. skete til markedskurs

---

[42] Se eksempel 10 ndf.

[43] Jf. *Skog*, Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? (1995) s. 44. Beskrivelsen er sammenfattet og tiltrådt i SOU 1997:22 s. 297.

[44] Contra principia negantem disputari non potest (man kan ikke diskutere med den, der benægter grundsætninger).

uden nogen form for kontrolpræmie, ville det stadig repræsentere et majoritetsskifte, som ville udløse tilbudspligt.

9. Windfall

Som det fremgår af eksempel 8 ovf., medfører tilbudspligt en ligestilling, som minoritetsaktionærer ikke normalt kan forvente og sjældent har betalt for. Tilbudspligten giver med andre ord en uforventet gevinst, *a windfall*.

Det er formodentlig i denne økonomiske betragtning, at vi skal finde forklaringen på, hvorfor institutionelle investorer og aktionærforeninger støtter tilbudspligten. De institutionelle investorer er efter loven forpligtede til at være minoritetsaktionærer, og aktionærforeningerne repræsenterer typisk minoritetsaktionærer, og det er netop minoritetsaktionærer, der har udsigt til et windfall, når der skabes regler om tilbudspligt.

Disse interesser kæmper derfor for tilbudspligt af samme grund, som de bekæmper stemmeretsdifferentiering og andre konstitutionelle uligheder i aktieselskabsretten. Der er intet odiøst heri, tværtimod kan der anføres mange gode grunde til at tro, at et system med proportional stemmeret i forhold til kapitalindskud vil skabe et mere effektivt erhvervsliv og forbedre markedet for kontrol. Blot må man konstatere, at gældende nordisk aktieselskabsret har overladt dette spørgsmål til markedsaktørerne selv. Men det er at strække sig for langt, hvis tilbudspligten fremstilles som et spørgsmål om investor-*beskyttelse*.

10. Beskyttelse?

Ikke desto mindre ses tilbudspligten ofte begrundet i investorbeskyttelse. Man fristes til at spørge: beskyttelse mod hvad?

Hvis en rationel erhverver opnår majoritet i et selskab og måske endda betaler en kontrolpræmie herfor, det vil sige en overpris i forhold til markedskursen, så sker det i forventning om, at selskabets værdi kan forbedres. I modsætning til den noget uhåndgribelige snak om kontrolpræmie, jf. pkt. 7 ovf., er en forbedring af selskabets drift og indtjening noget, der kommer alle aktionærer til del. Al erfaring viser da også, at kursen normalt stiger efter et kontrolskifte.

Den såkaldte TeleDanmark-skandale bestod i, at regeringen solgte sin store aktiepost i TeleDanmark A/S til Ameritech for et beløb over den daværende markedskurs. Handlen var sat sådan sammen, at det vanskeligt kan forklares med andet end et ønske om at undgå, at overdragelsen udløste tilbudspligt hos Ameritech. Selvom kontrollen over TeleDanmark de facto gik over til Ameritech, fandt Københavns Fondsbørs da heller ikke, at der forelå tilbudspligt efter vphl. kap. 8.[45] Kravet om tilbudspligt til samme høje kurs, som Ameritech havde betalt, fik dog hurtigt et akademisk skær, fordi markedskursen steg endnu mere.

[45] Denne afgørelse er indbragt for Fondsrådet, hvor den endnu ikke er afgjort.

I det foregående lagde jeg til grund, at erhververen var rationel. Det synes ikke altid at være tilfældet, i det mindste ikke i traditionel økonomisk forstand. Det hænder, at erhvervsledere gribes af den såkaldte volumensyge, hvorefter det er hensynet til personlig prestige mere end rationelle indtjeningskalkuler, som dikterer overtagelsen. Som nævnt viser de tilgængelige undersøgelser, at dette fører til kursstigninger i målselskaberne, hvilket kan være udtryk for, at det overtagende selskab betaler for meget for sin erhvervelse. Men skal dette udmøntes i et krav om beskyttelse, så burde det angå minoritetsaktionærerne i det *overtagende* selskab og ikke i målselskabet.

For minoritetsaktionærerne i målselskabet burde der ikke være behov for beskyttelse. Hvis selskabet drives bedre, opnår samfundet en højere grad af effektivitet, mens aktionærerne kan nyde stigende kurser og dividender. Man kan naturligvis frygte, at en majoritetsaktionær vil søge at forholde alle fordelene for sig selv. Men denne risiko er konstant og ikke knyttet til kontrolovertagelse. Beskyttelsen herimod er derfor ikke tilbudspligt, men derimod de allerede gældende kauteler mod majoritetsmisbrug, navnlig de såkaldte generalklausuler. Det var netop fraværet af sådanne klausuler i engelsk selskabsret, der førte til de skandaler, der blev søgt modvirket ved oprettelsen af the City Code og the Panel on Take-Overs and Mergers i 1960'erne.

Endelig kan man gentage den ovenfor i pkt. 6 anførte betragtning, at *hvis* der er et behov for at beskytte en minoritet, så bør denne beskyttelse vel udstrækkes til alle aktieselskaber, uanset om de er børsnoterede. Endvidere er det tvivlsomt, om tilbudspligt, hvor minoriteten hjælpes til at stemme med fødderne, er den rigtigste måde at modvirke majoritetsmisbrug. En udredning af, hvilke andre måder, der kunne tænkes, falder imidlertid udenfor rammerne af denne artikel.

11. Likviditet

Hvis det erkendes, at tilbudspligt giver et windfall til minoritetsaktionærer, så kan denne erkendelse i sig selv anføres som en begrundelse for at have tilbudspligt. Man kan da anskue tilbudspligten som et *incitament*, en ekstra belønning, der skal trække minoritetsaktionærer til børsmarkedet.

En idealistisk forklaring på, hvorfor det er godt med mange små investorer på børsmarkedet, kunne tage sit udgangspunkt i betragtninger om økonomisk demokrati. En mere kynisk forklaring kan støttes på likviditetshensyn: professionelle investorer, såsom de store institutionelle investorer, anvender i vidt omfang de samme ekstremt detaljerede analyseredskaber og har den samme høje grad af informationstilgang. Det indebærer, at de store professionelle investorer ofte bevæger sig i samme retning og på samme tid, hvilket kan dræne selv store markeder for likviditet. I denne sammenhæng spiller de små investorer den samme rolle, som bønder i skak. De har ikke tilstrækkelig information og ingen forudsætninger for at analysere den information, de får. Altså leverer de små investorer, hvad vi i økonomisk teori kalder likviditet – selv kalder de det for deres sparepenge.

Men også mod denne forklaring, dette incitament-argument, kan der rettes en indvending. Kontrolovertagelser, hvor der udløses en kontrolpræmie, er ganske sjældne. Den almindelige investor vil næppe lægge vægt på udsigten til at få andel i en sådan kontrolpræmie. Sandsynligheden for, at det sker i netop det eller de få selskaber, som den almindelige investor har investeret i, er forsvindende lille. Kun blandt de professionelle minoritetsaktionærer, i.e. de institutionelle investorer, kan udsigten til kontrolpræmie udgøre en beregnelig fordel. For nok er disse institutionelle investorer ved lov forpligtet til at være minoritetsaktionærer i den enkelte virksomhed, men de er på grund af deres samlede finansielle styrke så diversificerede, at en kontrolovertagelse vanskeligt kan tænkes, uden at de har investeret i selskabet.

Så vist lyder incitament-argumentet smukt, omend det også har en mere dyster likviditetsbegrundet undertone, men reelt er beneficienten en helt anden gruppe end de almindelige investorer, nemlig de institutionelle investorer.

12. Ulemper

I pkt. 10 kunne det konstateres, at incitament-argumentet kan anføres til støtte for tilbudspligt, omend med visse modifikationer. Anlægger man denne synsvinkel, *kan* der altså gives én god grund til tilbudspligt. Det har ganske vist ikke noget med beskyttelse at gøre, men det er en belønning for at være i markedet, hvilket skaber større likviditet.

Men selv på denne baggrund må vi spørge, om belønningen er tilstrækkeligt afbalanceret mod de *ulemper*, som tilbudspligt medfører. For at tilbudspligt giver ulemper er oplagt; det er et spørgsmål om simpel matematik.

Eksempel 9. En kontrolovertagelse sker kun, hvis gevinsten ved ejerskab (G) overstiger omkostningerne forbundet med opnåelse af ejerskab. Hvis kontrol over et selskab ikke kan opnås ved at købe 40-50 % af aktierne til kontrolprisen X, men på grund af tilbudspligt kræver køb af først de 40-50 % til kontrolprisen X og dernæst potentielt de resterende 50-60 % til prisen Y, så bliver overtagelsen dyrere ($X < X+Y$). Når prisen stiger, falder efterspørgslen. Vi må derfor forvente, at tilbudspligt afholder nogle aktører fra at erhverve kontrol med selskaber, selvom de måtte være af den opfattelse, at de kunne drive selskabet bedre end kontrolprisen ($G > X$), nemlig i de tilfælde, hvor de frygter trods alt ikke at kunne gøre det så godt som den samlede udgift ($G < X+Y$).

Brugen af matematisk symbolsprog skal ikke forcgive præcision, men blot anskueliggøre det logiske ræsonnement, at selv uden tilbudspligt er der kontrolovertagelser, som ikke bliver gennemført (situation 1: $G < X$), og selv med tilbudspligt vil der være kontrolovertagelser, som finder sted alligevel (situation 2: $G > X+Y$). Tilbudspligten må imidlertid forventes at hindre en gruppe overtagelser, som ville have fundet sted, havde det ikke været for tilbudspligten (situation 3: $X < G < X+Y$).

Det fremgår af eksempel 9, at tilbudspligt gør overtagelser dyrere. Under tiden indvendes, at tilbudspligt reelt ikke fører til en højere pris (X+Y), men at kontrolprisen (X) fastholdes selv ved tilbudspligt. Det forklares med, at opkøberen i bevidsthed om tilbudspligten alene vil tilbyde en pris for kontrolposten, som modsvarer kontrolpostens andel af de samlede aktier i forhold til kontrolprisen. Altså i stedet for at tilbyde X for kontrolposten, så tilbydes kun 40-50% af X, mens resten af X reserveres en eventuel opfyldelse af tilbudspligten. Denne indvending er imidlertid mangelfuld.

Eksempel 10. Kontrolprisen for en kontrolpost på 40 - 50 % (X_{akt}) er sammensat af *markedsprisen* for kontrolposten (M_{akt}) med tillæg af en *kontrolpræmie* for kontrolposten (K_{akt}).[46] Altså er $X_{akt} = M_{akt} + K_{akt}$. Kontrolpræmien er som nævnt udtryk for, at opkøberen forventer at kunne udnytte målselskabet bedre og få en gevinst for sin nyerhvervede kontrolpost (G_{akt}). Opkøberen vil derfor være villig til at betale op til denne forventede værdi ($X_{akt} < G_{akt}$). Fejlen ved den anførte indvending er, at den opfatter X som en fast størrelse, der enten kan tilfalde sælgeren af kontrolposten eller alle målselskabets aktionærer. Det er forkert. Når opkøberen mener at kunne udnytte målselskabet bedre, vil det medføre en gevinst for *hele* målselskabet (G_{vel}), men opkøberen kan ikke forvente at få en andel heri, der er større end hans kontrolpost (G_{akt}), hvilket altid vil være mindre end den samlede gevinst for hele målselskabet ($G_{akt} < G_{vel}$). Det ses heraf, at nok kan opkøberen få andel i en større gevinst (G_{vel}), men det forudsætter, at han betaler en større pris (X_{vel}), nemlig markedsprisen for hele målselskabet (M_{vel}) med tillæg af en kontrolpræmie for hele målselskabet (K_{vel}, hvor $K_{vel} < G_{vel}$).

Indvendingen om, at kontrolprisen for kontrolposten (X_{akt}) blot skal fordeles, sådan at sælgeren af kontrolposten kun får 40-50 % af X_{akt}, mens de øvrige aktionærer får resten, er tydeligvis ikke realistisk. På denne måde risikerer sælgeren af kontrolposten at få *mindre* end markedsprisen for sine aktier. Hvis $X_{akt} = 3$, fordi $M_{akt} = 2$ og $K_{akt} = 1$, så vil den anførte indvending føre til, at sælgeren fremfor at få 3 nu kun får 40-50 % af 3, altså mellem 1,2 - 1,5. Omformuleres indvendingen sådan, at det ikke er hele kontrolprisen (X_{akt}), der skal fordeles, men kun den del af kontrolprisen, som blev udgjort af kontrolpræmien (K_{akt}), giver det stadig ingen mening; fordelingen af K_{akt} på samtlige aktionærer ville blive for beskeden til at motivere et salg. Indvendingen giver kun mening, hvis man antager, at kontrolprisen for kontrolposten fastsættes som 40-50 % af den samlede pris for målselskabet (X_{vel}). Men herved har man forrådt indvendingens postulat om, at tilbudspligt ikke medfører en fordyrelse. Man kan naturligvis stadig indvende, at hvis opkøberen tror, at han kan skabe en forbedring for hele selskabet (G_{vel}), som ville give ham en andel i forhold til hans kontrolpost (G_{akt}), så stilles han ikke værre ved at blive pålagt at købe samtlige aktier i målselskabet. For vel skal han betale mere ($X_{akt} < X_{vel}$), men hans gevinst bliver også forholdsmæssigt større ($G_{vel} > G_{akt}$). Men herved overser man, at opkøberens finansielle risiko for, om han nu også har ret i sin tiltro til egne evner, bliver større. Uden tilbudspligt, kan opkøberen forsøge forbedring og kun risikere den mindre pris (X_{akt}); med tilbudspligt bliver forsøget betydeligt dyrere. Vi er herved tilbage ved konklusionen fra eksempel 9.

Indfører man eller bevarer man tilbudspligt, vil det altså reducere antallet af kontrolovertagelser.[47] En række virksomheder, der drives i aktieselskabsform, vil ikke blive overtaget af investorer, som mener at kunne drive virksomhederne bedre. Eller sagt på en mere positiv måde: en række ineffektive ledere kan sove bedre, også om natten.

Det fremgår af den norske betænkning NOU 1985:33 s. 84, at man fuldt ud forstod, at tilbudspligt lægger en dæmper på virksomhedsovertagelser. Det var netop denne virkning, man tilstræbte efter 1980'ernes mange (bestyrelses-)fjendtlige takeovers; den form for dynamik ønskede man ikke i Norge.[48]

Det er måske i denne afledte effekt, at vi skal forstå tilbudspligtens overraskende succes. Jeg bruger ordet overraskende, fordi tilbudspligtens fremmeste fortaler har været Kommissionen med dens forslag til et 5. og 13. selskabsretsdirektiv. Disse initiativer har ligget underdrejede i de sidste 25 år, men alligevel er tilbudspligten blevet mere og mere udbredt. Kommissionens forkærlighed for tilbudspligt hænger uløseligt sammen med dens kamp for lighed i aktieselskabsretten, men denne golde lighedstanke strider imod medlemsstaternes mere fleksible og uregerlige aktieselskabsret. Derfor den manglende opbakning til Kommissionens direktivforslag *in toto*. Men tilbudspligten reducerer markedet for kontrol og

---

46 Jeg anvender udtrykket kontrolpræmie, fordi indvendingen ofte anvendes i sammenhæng med argumentationen om kontrolpræmier, jf. pkt. 7 ovf.

47 Situation 3 i eksempel 9.

48 Sammenlign dog den seneste NOU 1996:2 s. 104 f., der lægger afstand til denne holdning og til LBO-udvalgets betænkning NOU 1991:25.

belønner institutionelle investorer, hvilket er populært hos de fleste regeringer i Europa, og *derfor* er netop denne del af Kommissionens forslag blevet indført i national ret, selvom direktivforslagene i øvrigt er blevet blokerede.

Denne forklaring støttes også af, at mens USA nok har mange anti-takeovers tiltag i delstaternes lovgivning, så har kun to delstater valgt egentlig tilbudspligt. Heroverfor står Europa, hvor tilbudspligten bliver stadigt mere udbredt. Når det kommer til troen på fri konkurrence fremfor en styring af markedet, er der stor forskel på USA og Europa, hvilket i sin tid blev understreget ved den såkaldte London-resolution af 1930.

Man kan altid drøfte, hvilket system der er bedst. Det amerikanske kan ganske givet kritiseres for sin laissez faire, der synes at ignore de udstødte og svage. Her står Europa for en mere engageret holdning, hvor regeringerne forsøger at gøre brug af alle. På mig har det nu altid mindet om Egyptens Pharaoner. De satte masserne til at slæbe sten sammen for at bygge store monumenter og mindesmærker over sig selv. Stenene ligger der endnu og er utvivlsomt til gavn for turistindustrien, alligevel forekommer det mig som en lidet effektiv måde at anvende ressourcerne på. Selv om USA ofte fremstilles som et skræmmebillede i Europa, ikke mindst som skaber af de foragtede MacJobs, er spørgsmålet vel, om ikke Europa har en del at lære om effektivitet og fleksibilitet. Fraværet af tilbudspligt i USA sammenholdt med dets udbredelse i Europa bliver da mere et symptom end en tilfældighed.

13. Nødvendighed?

Kan vi, og det vil navnlig sige Sverige, blive nødt til at indføre og bevare regler om tilbudspligt? Ikke nødvendigvis. Selv hvis Kommissionens forslag til et 13. selskabsretsdirektiv vedtages, er det siden ændringen i 1996 ikke ensbetydende med, at tilbudspligt skal indføres.

Som nævnt vil det navnlig påvirke Sverige, fordi man her ikke har tilbudspligt som i Danmark og Norge. Men også i disse to lande, kan direktivet få virkning, bl.a. i en begrænsning af målselskabets ledelsesfrihed. En anden og upåagtet ændring er, at tilbudspligt i Danmark kun angår fondsbørser. Direktivet angår imidlertid ethvert reguleret marked, og skulle der blive oprettet autoriserede markedspladser (AMP) i Danmark, hvilket forventes at ske i 1999, må tilbudspligten også gælde AMP. Medmindre, naturligvis, man vil anvende direktivets andre beskyttelsesmuligheder, hvilket kort skal drøftes i det følgende. Men i så fald har man for alvor erkendt, at tilbudspligt ikke er et uundværligt led i investorbeskyttelsen.

Direktivforslaget angiver, at der skal være en tilstrækkelig beskyttelse af minoriteten ved kontrolovertagelser, og direktivet peger på tilbudspligt, som den hovedsagelige model for en sådan beskyttelse. Men andre muligheder er tænkelige. Det fremgår allerede af Kommissionens henstilling fra 1977, at Kommissionen her navnlig tænker på tysk koncernret. Henvisningen til tysk ret er ikke længere så åbenbar, men det er oplagt denne mulighed, som stadig foresvæver Kommissionen. Der tænkes utvivlsomt på de såkaldte aftalekoncerner (beherrschungsvertrag).[49]

Vedtages det 13. selskabsretsdirektiv, vil det således være en kærkommen anledning til at vurdere, om vores koncernret, for så vidt at man overhovedet kan

[49] Jf. *E. Werlauff*, Koncernret (1996) s. 58 ff., *S. Friis Hansen*, Europæisk koncernret (ph.d., 1996) s. 141 ff., og *P. Krüger Andersen*, Dansk koncernret (disputats, 1997) s. 115 ff.

tale om en nordisk sådan i gældende aktieselskabsret, er tilstrækkelig. Kan vi klares os med generalklausuler vendt mod majoritetsmisbrug, eller skal der mere til? Det vigtige er, at drøftelserne bør angå det aktieselskabsretlige fundamentale spørgsmål om *beskyttelse af minoritetsaktionærer og – ikke at forglemme – kreditorer i koncernforhold.* Som det bør fremgå af den her fremførte kritik, er dét et væsentligt mere omfattende spørgsmål, end om vi bør have tilbudspligt i selskaber, hvis aktier omsættes på regulerede markedspladser. En sådan drøftelse ville være en glimrende anledning til at genoptage det nordiske aktielovssamarbejde, hvor Sverige ved aktiebolagskomiténs arbejde allerede har et kvalificeret forspring. Det fællesskab, som Norden igen nyder indenfor EØS-samarbejdet, giver alle forudsætninger for, at et sådant samarbejde vil blive frugtbart.

Det er vanskeligt at vurdere, hvorvidt en reform af den aktieselskabsretlige koncernret er nødvendig, eller om de eksisterende beskyttelsesforanstaltninger er tilstrækkelige. Tilhængerne af en udbygget koncernret argumenterer for, at tiden er løbet fra forestillingen om det autonome uansvarlige aktieselskab, f.eks. ved deliktsansvar.[50] Modstanderne anfører, at den fulde forståelse af det begrænsede ansvar endnu ikke er trængt igennem. En mere konfliktsky holdning kunne være at konstatere, at gældende ret tilsyneladende ikke giver anledning til omfattende misbrug, hvilket taler imod mere gennemgribende reformer.

En anden forskel i holdning udspringer af forskellige ambitionsniveauer. Tilhængerne af en udbygget koncernret er ofte skeptiske over for brugbarheden af de eksisterende generalklausuler, der skal beskytte mod majoritetsmisbrug. Modstanderne er sjældent uenige heri, men mener, at man selv ikke ved ekstremt detaljeret lovgivning nogensinde kan eliminere muligheden for majoritetsmisbrug.[51]

Der er flere fordele ved en kritisk gennemgang af nordisk aktieselskabsrets koncernretlige regulering, navnlig at spektret er større. Der opnås ikke kun en stillingtagen til de trods alt sjældent forekommende kontrolovertagelser, men til den bredere problemkreds, som beskyttelsen af minoritetsaktionærer og selskabskreditorer indebærer. Det vigtige er, at der tilstræbes harmoni med aktieselskabsretten, ikke en kollision.

Som eksempel på en løsning, der er i bedre harmoni med aktieselskabsrettens struktur, kan anføres de svenske regler i 14 kap., 31 § abl. om tvangsindløsningsret og indløsningsret. Den relevante bestemmelse er her 3. stykke, der angår tilfælde, hvor majoritetshaveren har opnået de 9/10 af kapitalen og stemmerettighederne ved et offentlig tilbud (frivilligt tilbud). Bestemmelsen angiver, at indløsningsprisen i disse tilfælde sættes til tilbudsprisen og ikke baseres på en vurdering af aktiernes værdi foretaget af vurderingsmænd, som forskrevet i 2. stykke. Den almindelige vurderingsbestemmelse indeholder en vis minoritetsbeskyttelse, idet vurderingsprisen ikke skal fastsættes under hensyn til, at aktierne er minoritetsaktier. Reguleringen i 3. stykke minder om tilbudspligt til lighedspris, men fravigelsen fra den almindelige vurderingsmåde er imidlertid en beskyttelse af *majoriteten*.[52] Det skyldes, at hvis en større del af de hidtidige aktionærer

---

[50] Koncernretten angår bl.a. begrænset ledelsesautonomi og legalt ansvarsgennembrud. Dette sidste forhold drøftes af *Bergström & Samuelsson*, Aktiebolagets grundproblem (1997) s. 181 ff. og *K. Moberg*, Moderbolags ansvar för dotterbolags skulder (1998). En bredere undersøgelse med anbefaling af en udvidet adgang til ansvarsgennembrud ses hos *Werlauff*, Selskabsmasken (disputats, 1991).

[51] Noget andet er, at en sådan detailregulering ofte forsøges. Se f.eks. den danske asl. § 56, stk. 5, om indholdet af forretningsordenen i et børsnoteret selskab. Bestemmelsen var affødt af Nordisk Fjerskandalen og angiver 10 (ti) emner, som skal medtages.

[52] Dansk ret er modsat. Her antages valget mellem tvangsindløsning og tilbudspligt at skulle ske under hensyn til minoritetsaktionærerne, jf. nærmere *Lynge Andersen & Jul Clausen* i UfR 1997B.373 f.

har accepteret den tilbudte pris, så må den modsvare selskabets værdi lige så vel, som hvis den blev vurderet af vurderingsmænd. Propositionen angav, at dette gælder, selvom vurderingsprisen kunne blive højere.[53]

Denne svenske bestemmelse er efter min opfattelse bedre i harmoni med den øvrige aktieselskabsret end de danske og norske regler om tilbudspligt. Tvangsindløsning er naturligvis i sig selv en fravigelse af det aktieselskabsretlige udgangspunkt om beskyttelse herimod, men er i harmoni med aktieselskabsrettens anerkendelse af majoritetens ledelsesret og fraværet af selv blokerende eller kontrollerende (granskning) beføjelser for en minoritet på under 10 %. Den relevante pris er i overensstemmelse med, at den enkelte aktionær har et tidsubestemt krav på en andel af aktieselskabsformuen, der står i forhold til hans investering, hvorimod andre opgørelsesgrundlag er irrelevante, f.eks. en tidligere erlagt overkurs (kontrolpræmie) i forhold til pro rata-værdien af den enkelte aktie. Endvidere giver denne ordning færre ulemper end tilbudspligt, hvilket fremgår af følgende eksempel:

Eksempel 11. Situationen ved indløsningsret modsvarer eksempel 9 ovf., hvor X dog er prisen for 9/10 kontrol. Situation 3 vil stadig kunne opstå, men der vil være færre tilfælde. Situation 3 dækker jo prisintervallet Y (XY - X). Ved tilbudspligt, hvor der er pligt til maksimalpris, og hvor X angår prisen for 40 - 50 %, kan Y få en værdi mellem X og 1,5 X. Ved indløsningsret, selv hvor vi sætter lighedsprisen = maksimalprisen, kan Y ikke blive mere end 0,1 X.

Det skal bemærkes, at Y ikke *direkte* kan sammenlignes ved tilbudspligt (ex. 9) og indløsningsret (ex. 11), fordi X som nævnt er forskellig i de to tilfælde. Ved tilbudspligt angår kontrolprisen (X_{til}) en lavere andel af målselskabets aktier (mellem 40 - 50 %), mens kontrolprisen ved indløsningsret (X_{ind}) angår 9/10 og derfor må forventes at være højere ($X_{til} < X_{ind}$). Da Y er en funktion af X, kan Y blive højere i eksempel 11 end i eksempel 9. Men det er muligt at lave en *forholdsmæssig* sammenligning, idet X i begge eksempler angår en pris, som opkøberen frivilligt har betalt. Det må derfor forventes at være mindre byrdefuldt for opkøberen at skulle svare Y ved indløsningsret (ex. 11) end ved tilbudspligt (ex. 9). Igen skal det matematiske symbolsprog blot anskueliggøre den selvfølgelighed, at det alt andet lige er mere byrdefuldt at skulle købe resten af et selskabs aktier, hvis man helst kun ville erhverve mellem 40-50 %, end hvis man ville erhverve 90 %.

Som nævnt har Kommissionen peget på tysk koncernret, som et alternativ til tilbudspligt. Spørgsmålet er da, om Kommissionen – og i sidste ende EF-Domstolen – vil affinde sig med en beskyttelse baseret på en mindre rigid koncernret, end den tyske unægteligt er. Det tror jeg bestemt er muligt, i hvert fald for Domstolens vedkommende, da den har og navnlig har fået betydelig respekt for nationale retstraditioner.

Hvis Kommissionen fastholder tilbudspligten og dermed afviser en i øvrigt velbegrundet nordisk koncernret, kan det give anledning til et helt andet spørgsmål, nemlig om Kommissionen reelt forfølger et andet formål end minoritetsbeskyttelse: en forbedring af adgangen til grænseoverskridende virksomhedsovertagelser. Et sådant formål kan imidlertid ikke støttes på TEF art. 54, fordi det angår strukturelle ændringer og ikke minoritetsbeskyttelse. Hjemlen burde da være TEF art. 100, som det har været ved nogle fondsbørsretlige direktiver, eller TEF art. 100A om det indre marked, der blev anvendt ved insiderdirektivet.

14. Gør det selv

Titlen til denne artikel er inspireret af den danske udgave af one-note-samba, hvor der synges om kvinder og ikke om tilbudspligt. I sangen opremses en række ulemper, men konkluderes, at det nok er besværligt, men alligevel uundværligt.

Hvis man også skulle nå denne konklusion med hensyn til tilbudspligt, så er der grund til at minde om sammenhængen mellem tilbudspligt og stemmeretsdifferentiering (A- og B-aktier). Da berettigelsen af sidstnævnte blev overvejet i Danmark, nåede selskabsretspanelet til, at valget burde tilkomme selskaberne selv. Hvis de ønskede stemmeretsdifferentiering, kunne de vælge det i deres vedtægter.

---

[53] Jf. *Kedner, Roos & Skog*, Aktiebolagslagen, Del II (5. udg., 1996) s. 237 ff.

Samme anvisning gør sig gældende med hensyn til tilbudspligt. En vedtægtsmæssig regulering giver også større fleksibilitet, f.eks. hvornår tilbudspligten skal udløses, og hvilket bud der skal gives. Hvis investorerne virkelig ønsker tilbudspligt, kan de forbeholde deres investeringer til aktier – eller aktieklasser – hvorom der gælder tilbudspligt. Dette gælder i særlig grad for de professionelle minoritetsaktionærer: de institutionelle investorer.[54]

For at dette argument skal have fuld styrke, kræves der en øget frihed for de institutionelle investorer til at fastlægge deres investeringsstrategi. Dette spørgsmål hænger imidlertid uløseligt sammen med opsparernes frihed til at vælge blandt de institutionelle investorer, herunder deres indflydelse på driftsorienteringen og en exit-adgang uden at blive mødt med prohibitive gebyrer. Disse spørgsmål skal ikke nødvendigvis løses i sammenhæng med en stillingtagen til tilbudspligten og drøftes i dansk ret i Pensionsrådets regi.

En sådan løsning vil være i smuk overensstemmelse med den herskende opfattelse i regeringskredse både i Danmark og det øvrige Norden om, at erhvervsregulering i vidt omfang bør overlades til markedsaktørerne selv. Har vi tilmed gennemført en undersøgelse af koncernretten, jf. pkt. 12 ovf., sådan at vi er forvisset om, at både minoritetsaktionærer og kreditorer er stillet bedst muligt, er der intet at indvende imod valgfrihed.

Skulle de enkelte fondsbørser protestere, fordi *de* finder tilbudspligt helt uundværlig for børsmarkedets funktion, kan de selv stille krav om vedtægtsmæssig tilbudspligt som et noteringskrav.[55] Gældende fondsbørsretlig regulering i Norden er ikke til hinder herfor.

Da markedsaktørerne i Europa begyndte at stille krav om særlige vækstbørser, indrettede både Stockholms Fondsbörs og Københavns Fondsbørs særlige lister, hvor noteringsvilkårene var tillempet disse vækstvirksomheder. Ligeledes kan den enkelte fondsbørs oprette en særlig liste for de udstedere, der har tilbudspligt hjemlet i deres vedtægter. De investorer, der finder, at tilbudspligten er en nødvendig minoritetsbeskyttelse, kan da begrænse deres investeringer til denne liste. Denne metode kan også bruges af fondsbørserne til at fremme andre tiltag på corporate governance-området, f.eks. at udstedernes vedtægter ikke anerkender stemmeretsdifferentiering, overtagelseshindringer i form af stemmeretsbegrænsninger, etc.

Et af målene med den danske fondsbørsreform af 1995 var at sikre autonomi for den enkelte fondsbørs, sådan at den kunne indrette sin virksomhed efter eget skøn. Det er derfor lidt tamt, at Københavns Fondsbørs A/S har opfordret lovgiver til at skærpe reglerne om tilbudspligt fremfor selv at udnytte sin egen kompetence på området, jf. vphl. §§ 19, stk. 2 og 21, stk. 2.

---

[54] De institutionelle investorer kunne f.eks. i fællesskab udgive en kodeks om god corporate governance. Sådanne spredte udtalelser foreligger allerede, men et samlet kodeks, der overholdes, findes endnu ikke. Se tillige *B. Kristiansson*, Svenska ägarpolicies (1997), der analyserer individuelle regler udgivet af svenske institutionelle investorer.

[55] At noteringskrav kan forpligte, blev fastslået i den svenske HD af 12. april 1985, jf. NJA 1985:52 s. 343 (Beijerinvest).

15. Konklusion

Tilbudspligt udgør en fondsbørsretlig kollision med etableret og velbegrundet aktieselskabsret. Pligten hviler på tågede og misforståede forestillinger om minoritetens ledelsesbeføjelser og om lighed, der normalt afvises i aktieselskabsretten. De, der argumenterer for tilbudspligt, har ofte en skjult dagsorden, hvor det egentlige ønske er en afskaffelse af A- og B-aktiesystemet. Der er navnlig tre indvendinger mod tilbudspligt.

* Tilbudspligt giver minoritetsaktionærerne en gevinst, de hverken kan forvente eller har betalt for.

* Tilbudspligt reducerer markedet for kontrol, hvilket freder ineffektivitet og ressourcespild. Dette problem accentueres af, at markedet for kontrol i forvejen fungerer dårligt, ikke mindst i Danmark.

* Tilbudspligt medfører en vilkårlighed, sådan at minoritetsaktionærerne i nogle tilfælde får en exit-mulighed og i andre lignende tilfælde ikke. Den eneste måde at undgå vilkårligheden på er, at knytte exit-muligheden til enhver ændring af driftsorienteringen. Men herved går vi stik imod den aktieselskabsretlige udvikling, der netop har ønsket at give den størst mulige fleksibilitet for ledelsen af selskaberne, bl.a. ved at reducere minoritetens indflydelse.

Hvis der blandt markedsaktørerne, det vil sige selskaberne og investorerne, føles et behov for tilbudspligt, kan en sådan pligt foreskrives i det enkelte selskabs vedtægter. Institutionelle investorer, som ønsker tilbudspligt, kan da undlade at investere i selskaber, der ikke har sådanne vedtægter. Endvidere kan fondsbørserne gøre en sådan vedtægtsmæssig tilbudspligt til et krav ved notering på særlige »investorvenlige« lister, hvis de anser det for en nødvendig forudsætning for markedets integritet og funktion.

Hvad der derimod giver anledning til rationel overvejelse er, om vores aktieselskabsretlige koncernret er tilstrækkelig. Kan vi nøjes med vores eksisterende regulering, eller skal der mere til? Det kan og bør ske på nordisk plan, og her kan vedtagelsen af det 13. selskabsretsdirektiv blive anledningen. En sådan gennemgang kan føre til en forbedring af den nordiske aktieselskabsret uden, at kollision bliver nødvendig. Hvad angår tilbudspligten, så er den bare til besvær.

Udenlandske selskabers omgåelse af nationale kapitalkrav

af

lektor Karsten Engsig Sørensen, ph.d., LLM.,
Handelshøjskolen i Århus

DISPOSITION:

15. Emnet
2. Dansk registreringsnægtelse over for udenlandske selskaber - C-212/97, *Centros Limited*
3. Konkurrence mellem retssystemer og omgåelsesproblemet
4. Delaware-effekten og erfaringerne fra USA
5. Hovedsædeteorien i den internationale selskabsret
6. Regulering af 'pseudo-foreign corporations'
7. Kravet om et 'genuine link'
8. EU-retlige tiltag
9. Beskyttelsesværdige regler
10. Sammenfatning

1. Emnet

I den verserende sag *Centros Limited* har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen nægtet at registrere en dansk filial af et engelsk selskab. Årsagen til registreringsnægtelsen er, at anvendelsen af det engelske selskab til at drive virksomhed i Danmark blev betragtet som et forsøg på at omgå de danske kapitalkrav. Det danske ægtepar, der ejede selskabet, havde således valgt at stifte et engelsk anpartsselskab (Ltd.), idet der for selskaber af denne type ikke stilles noget krav om minimumskapital.

Registreringsnægtelsen er ikke et enkeltstående tilfælde, men er udtryk for, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har udviklet en praksis, der skal imødegå forsøg på

at omgå dansk selskabsret.[1] Det er heller ikke noget enestående dansk fænomen, at et land forsøger at imødegå tilfælde, hvor udenlandske selskaber bruges til at omgå national selskabsret. Det hollandske justitsministerium har således for nyligt vurderet, at der var ikke mindre end 4.000 udenlandske selskaber, som havde alle eller næsten alle deres aktiviteter i Holland.[2] Dette er baggrunden for, at Holland pr. 1. januar 1998 har gennemført en ny lovgivning, der skal hindre, at udenlandske selskaber anvendes til at omgå den hollandske selskabslovgivning.[3] Også andre lande har tidligere imødegået sådanne omgåelsesforsøg.

Den danske registreringsnægtelse er blevet forelagt de danske domstole. Den danske Højesteret valgte i 1997 at forelægge sagen for EF-Domstolen i Luxembourg. Den verserende sag vedrører hovedsaglig spørgsmålet om, hvorvidt registreringsnægtelsen er i strid med EU-retten, særligt etableringsreglerne. Da der er tale om en verserende sag, skal sagens EU-retlige problemstilling ikke analyseres nærmere her. Derimod vil der med udgangspunkt i sagen blive foretaget en analyse af den generelle problemstilling, der ligger bag den danske registreringsnægtelse. Hidtil er det alene Danmark, der har valgt registreringsnægtelse, som løsning på omgåelsesproblemet. Som det vil blive belyst i det følgende, har andre lande anvendt andre metoder til at opnå et lignende resultat.

I tråd med temaet for nærværende bog og i tilknytning til problemstillingen i sagen om *Centros Limited* tages der i artiklen udgangspunkt i problemet med omgåelse af nationale kapitalkrav. Da omgåelsesproblemstillingen imidlertid i vidt omfang er den samme uanset hvilke regler, der søges omgået, vil artiklen også inddrage den mere generelle problemstilling.

Dispositionen for artiklen er herefter, at afsnit 2 kort gengiver faktum og hovedanbringenderne i sagen vedrørende Centros Limited. I afsnit 3 og 4 belyses baggrunden for omgåelsesproblematikken på det selskabsretlige område, og i afsnit 5-8 gennemgås de forskellige (alternative) metoder, som har været anvendt eller foreslået til imødegåelse af omgåelse. I afsnit 9 undersøges det hvilke selskabsretlige regler, der bør beskyttes mod omgåelse.

2. Dansk registreringsnægtelse over for udenlandske selskaber - C-212/97, *Centros Limited*

Efter dansk ret skal udenlandske selskaber af aktie- eller anpartsselskabstypen, der vedvarende driver erhvervsvirksomhed i Danmark, anmeldes som en filial til

---

[1] Jf. således indenrigsministeriets besvarelse af spørgsmål S 1113, FT 1991-92, Tillæg F, 11473-74, som nærmere redegør for baggrunden for Erhvervs- og selskabsstyrelsens praksis.

[2] Undersøgelsen er omtalt i foredraget af *L. Timmerman*, Sitzverlegung von Kapitalgesellschaften nach niederländischem Recht und die 14. EU- Richtlinie, offentliggjort i nr. 95, 10 Bonner Europa-symposion Grenzüber schreitende sitsverleguing in der EU. Teil 2, 1998, Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Univeristät Bonn, s. 118 ff.

[3] Se hertil nærmere omtalen nedenfor afsnit 6.

Erhvervs- og selskabsstyrelsen (i det følgende Styrelsen).[4] I forbindelse med anmeldelsen stilles krav om fremlæggelse af en række oplysninger, herunder en redegørelse for hvor det udenlandske selskab faktisk driver sin hovedvirksomhed, og hvorfra det ledes. Hvor der ikke bliver givet en tilfredsstillende redegørelse for disse forhold, har Styrelsen nægtet at registrere filialen.

Indtil videre er det kun i nogle enkelte sager, at Styrelsen har nægtet registrering. Der er i dag registreret ca. 300 filialer af udenlandske selskaber, og dette antal har været nogenlunde stabilt de seneste år. Der er derfor (endnu) ikke tale om et større systematisk forsøg på at omgå de danske selskabsretlige regler.

Af de sager, hvor Styrelsen har nægtet registrering, har flere været påklaget til Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn[5], men kun sagen vedrørende selskabet Centros Limited er blevet indbragt for domstolene.

Centros Limited er et i England registreret selskab, som blev stiftet med en kapital på £100. Selskabet blev købt af et dansk ægtepar, som begge lod sig indsætte i selskabets ledelse. Selskabet havde anmeldt en filial i Danmark og Styrelsen anmodede om en nærmere redegørelse for, hvor selskabet faktisk drev sin hovedvirksomhed, og hvorfra det blev ledet. Det blev endvidere præciseret, at hvis det ikke kunne dokumenteres, at selskabet udøvede reel virksomhed og dermed var erhvervsaktivt, ville selskabet ikke kunne registreres som filial. Da en sådan redegørelse ikke blev givet, blev registrering nægtet. Denne registreringsnægtelse blev indbragt for Østre Landsret.

For landsretten forklarede ægtemanden, at selskabet Centros Limited blev købt for £100. Han og hans hustru havde ingen tilknytning til England, og han havde aldrig været i England for at deltage i møder i selskabet. Selskabet havde adresse hos en ven, der også lejer sin adresse ud til andre virksomheder. Vidnet vidste ikke, om man kunne kalde købet af Centros Limited for omgåelse, "...men det er jo nemmere at finde £100 end 200.000 Dkr."[6]

Ægteparret gjorde gældende, at der ikke er hjemmel i dansk ret til at stille krav om en redegørelse vedrørende stedet for hovedaktiviteten og selskabets ledelse. Endelig anførtes det, at Centros Limited som lovligt registreret selskab i England var beskyttet af EF-traktatens artikler 52 og 58 om fri etableringsret.

Sagsøgte, dvs. Styrelsen, anførte, at kravet om dokumentation, for at der drives virksomhed i det udenlandske selskab, skyldes, at etableringen af en filial karakteriseres som en sekundær etablering. Oprettelse af en filial er lovlig, hvor selskabets primære etablering er sket i dets hjemland. Såfremt det imidlertid ikke er muligt at dokumentere nogen reel erhvervsaktivitet i hjemlandet, er der tale om

---

4 Dette følger af dansk administrativ praksis, jf. nærmere *Lone Sneholt og Niels Thomsen*, A/S-loven med kommentarer, 5. udg. 1993 s. 465 f samt *Ida Rosenberg, Lone Sneholt og Niels Thomsen*: ApS'loven af 1996 med kommentarer, 1997 s. 279 f.

5 Jf. afgørelserne truffet den 24. november 1995 (j.nr. 95-26.608) og afgørelsen af 12. januar 1996 (j.nr. 93-17.340), refereret i hhv. R&R 1996, nr. 6, s. 56 f og R&R 1996, nr. 9, s. 68.

6 Landsrettens dom er optrykt i Skat Udland 1995, 324.

en primær etablering af et nyt selskab, og i så fald skal dansk rets almindelige regler opfyldes, herunder kapitalkravene.[7]

Østre Landsret gav Styrelsen medhold, idet den for det første anså det som bevist, at formålet med erhvervelsen af Centros Limited var at omgå de danske krav til kapitalens størrelse. Vedrørende spørgsmålet om, hvorvidt der forelå en krænkelse af etableringsreglerne, fandt landsretten, at der i EF-Domstolens tidligere praksis var holdepunkter for at fastslå, at en medlemsstat har ret til at træffe foranstaltninger, der skal hindre, at de i traktaten garanterede friheder udnyttes til at unddrage de regler, der ville gælde, hvis den erhvervsdrivende var etableret på den nævnte stats territorium. Da der i den konkrete sag af sagsøgeren var tilsigtet en omgåelse af præceptive danske lovregler, blev Styrelsen herefter frifundet.

Afgørelsen blev indbragt for Højesteret, der valgte at forelægge spørgsmålet om forholdet til EU-retten for EF-Domstolen i medfør af EF-traktatens art. 177, jf. nu sag C-212/97, *Centros Limited*. Det stillede spørgsmål lyder:[8]

> "Er det foreneligt med EF-traktatens artikel 52, jf. artikel 58 og artikel 56, at nægte registreringen af en filial af et selskab, der har hjemsted i en anden medlemsstat, og som med en selskabskapital på £ 100 (ca. 1.000 dkr.) er lovligt stiftet og bestående i henhold til denne medlemsstats lovgivning, når selskabet ikke selv driver erhvervsmæssig virksomhed, men filialen ønskes oprettet for at drive hele virksomheden i det land, hvor filialen oprettes, og fremgangsmåden må anses som for benyttet i stedet for stiftelse af et selskab i sidstnævnte medlemsstat med henblik på at undgå indbetalingen af en mindste selskabskapital på 200.00 dkr., nu 125.000 dkr."

Den 16. juli 1998 fremkom generaladvokat *La Pergola* med sit forslag til afgørelse i sagen. Han foreslog EF-Domstolen at nå frem til, at registreringsnægtelsen var i strid med traktatens art. 52 (etableringsretten). Han mente ikke, at der var grundlag for at stille krav om, at et selskab skal bevise, at den driver virksomhed i stiftelseslandet som betingelse for at blive registreret som filial. En sådan betingelse kunne ikke indfortolkes i art. 52 eller 58. Han mente, det var muligt at gøre en undtagelse fra etableringsreglerne, når en erhvervsdrivende havde omgåelseshensigt, men han mente ikke det var godtgjort, at der forelå omgåelse i den foreliggende sag. Ifølge generaladvokaten indebærer etableringsretten netop, at den erhvervsdrivende frit kan vælge, hvor denne vil drive erhvervsvirksomhed, og herved kan vedkommende frit vælge mellem de forskellige retssystemer. Generaladvokaten anfører endvidere, at: "I mangel af en fællesskabsretlig harmonisering må konkurrencen mellem retssystemerne (competition among rules) derfor have frit spil, også på selskabsrettens område."

Sagen er herefter optaget til dom, som forventes afsagt i løbet af 1999.

---

[7] Styrelsens argumentation er gengivet meget fyldigt i den ovenfor nævnte afgørelse fra Erhvervsministeriet af 24. nov. 1995.

[8] Jf. EFT 1997 C 228/8.

Generaladvokaten berører i sit forslag det generelle spørgsmål om, hvorvidt man på det selskabsretlige område accepterer eller ønsker en konkurrence mellem retssystemer. Problemstillingen vedrørende konkurrence mellem retssystemer og omgåelsesproblemet er nær forbundet, men bør ikke forveksles. Omgåelse kan defineres som den situation, at man undgår retsreglerne i et land uanset, at alle eller næsten alle tilknytninger i retsforholdet er til dette land. Herefter vil omgåelse på det selskabsretlige område foreligge, hvor et selskab er stiftet i et land, men har alle eller næsten alle tilknytninger (aktiviteter, aktionærer mv.) til et andet land. Denne definition er ikke helt dækkende, hvilket også vil fremgå af det følgende, men den kan bruges som udgangspunkt. Dette efterlader fortsat spørgsmålet om, hvad konkurrence mellem retssystemerne er, og hvordan en sådan konkurrencen forholder sig til omgåelsesproblemet.

3. Konkurrence mellem retssystemer og omgåelsesproblemet

Det er ikke noget nyt synspunkt, at etableringen af et indre marked med fri bevægelighed for varer, personer, tjenesteydelser og kapital i et eller andet omfang kan medføre en konkurrence mellem retssystemer. Den fri bevægelighed skal netop sikres, for at de forskelle, der er i medlemsstaterne, herunder også lovgivningsmæssige forskelle, skal kunne 'udnyttes' af de erhvervsdrivende. Omvendt er det klart, at der også er visse former for konkurrence, der ikke er ønskelige, og dette er en af hovedårsagerne til, at der gennemføres en (minimums-) harmonisering inden for en række områder.

Dette lidt ambivalente forhold til konkurrence mellem retssystemer ses i EU særligt tydeligt inden for det skatteretlige område. Det har altid været klart, at forskellene i medlemsstaternes skattesystemer har været 'udnyttet' af de erhvervsdrivende, og dermed har været bestemmende for placering af investeringer og erhvervsaktiviteter. Der har altid været en skattekonkurrence, men denne blev i mange år betragtet som uomgængelig, måske endda positiv, idet den sikrede en vis ensretning af skattesystemerne og i et eller andet omfang forhindrede, at skatterne kunne stige ubegrænset. Denne skattekonkurrence er også en konkurrence mellem lovgivere, og forudsigeligt nok har der været tilfælde, hvor nogle stater i denne konkurrence om investeringer mv. har brugt 'ufine' metoder i forsøget på at tiltrække skattegrundlag. Sådanne tiltag omtales undertiden som '*beggar thy neighbour*' politik.[9] Som konsekvens heraf har man i EU udformet en politik for at imødegå den skadelige skattekonkurrence, som bl.a. kan bestå i at indføre et betydelig lavere beskatningsniveau med henblik på at tiltrække udenlandske investeringer mv.[10]

---

[9] Jf. hertil *Carsten Koch* i R&R 1996, nr. 7, s. 12.

[10] Jf. herved den vedtagne resolution om 'Adfærdkodeks for erhvervsbeskatning', EFT 1998 C 2/1. Problemstillingen er nærmere omtalt hos *Engsig Sørensen* i Skat Udland 1998, 320 samt *Pinto* i Intertax 1998, s. 386 ff.

Der er grund til også på det selskabsretlige område at sondre mellem positiv og skadelig konkurrence mellem retssystemer. Den positive konkurrence på selskabslovgivningens område kan således være medvirkende til at sikre, at der sker en løbende modernisering af lovgivningen samt at sikre en vis ensretning af lovgivningen.

Konkurrence mellem retssystemer på det selskabsretlige område antager dog en særlig karakter, fordi det er betydeligt nemmere at udnytte forskellene i selskabslovgivningen end forskelle på mange andre lovgivningsområder. Skattekonkurrence er således begrundet i, at man ønsker at tiltrække investeringer mv. For at udnytte de skattefordele, der tilbydes, må virksomhederne placere deres aktiviter i det pågældende land. Tilsvarende gælder, at hvis man ønsker at udnytte en gunstig miljølovgivning eller en gunstig lovgivning om bankaktiviteter, så er det en forudsætning, at aktiviteten placeres i det land, der har de gunstige regler. Inden for selskabsrettens område kan man derimod som udgangspunkt blot vælge at stifte et selskab i et land og derefter drive sine erhvervsaktiviteter i et eller flere andre lande. Der stilles som udgangspunkt ikke det krav, at for at stifte f.eks. et engelsk selskab skal man have sine aktiviteter i England. Som udgangspunkt er det heller ikke en betingelse for at drive erhvervsaktivitet i Danmark, at man driver aktiviteten i et dansk selskab. På denne måde adskiller selskabslovgivningen sig fra andre lovgivninger, idet selskabslovene regulerer en 'skal' (selskabet), der kan have aktiviteter over hele verdenen, men forsat som udgangspunkt reguleres af den samme lovgivning.

Det forhold, at valget af selskabslovgivningen i et land ikke forudsætter, at man placerer alle sine aktiviteter i samme land, er medvirkende til, at de her omhandlede omgåelsesproblemer er særligt nærliggende. Det betyder også, at der kan opstå en konkurrence mellem selskabslovgivningerne, selv om lovgiverne ikke medvirker aktivt til en sådan konkurrence. Dette er således situationen i EU i dag, hvor man kan hævde, at der foregår en konkurrence mellem selskabslovgivningerne, men uden at medlemsstaterne medvirker. Det forhold, at der er forskelle i lovgivningen, er i sig selv nok til, at konkurrence opstår. Der er således ikke noget holdepunkt for at hævde, at England indretter sin lovgivning for at også de virksomheder, der driver deres hovedaktiviteter i andre lande skal vælge at stifte et engelske selskab. Det forhold, at der ikke findes nogen minimumskapital for engelske Ltd., er historisk begrundet.

Det følger også af det ovenfor anførte, at konkurrence mellem retssystemer ikke nødvendigvis behøver at indebære risiko for omgåelse af national ret. Omgåelse forekommer imidlertid på de områder, hvor det bliver muligt at underlægge sig en gunstig lovgivning i en medlemsstat og derefter rette sine aktiviteter eller placere sine aktiviteter i en anden medlemsstat. Selskabslovgivningen har som udgangspunkt denne karakter, og derfor er der på dette område stor risiko for, at en konkurrence mellem retssystemerne medfører omgåelse. Et andet område, hvor der ligeledes kan ske omgåelse, er ved levering af tjenesteydelser som f.eks. radio og tv-programmer, hvor det er forholdsvis let at placere en station i en stat med det formål hovedsageligt at sende til en anden stat. Der har da også tidligere været en

del tilfælde, hvor EF-Domstolen skulle tage stilling til sådanne forsøg på omgåelse.[11]

Det kan således foreløbig fastslås, at en konkurrence mellem selskabslovgivninger har særligt potentiale til at udvikle sig til en omgåelse af nationale regler. De erhvervsdrivende kan således udnytte forskellene til at undgå regler, som er præceptive i det land, hvor de udøver aktiviteter. Dette gælder bl.a. reglerne om minimumskapital, men det er klart, at også andre præceptive regler kan blive omgået. Spørgsmålet om, hvilke regler der potentielt kan omgås på det selskabsretlige område, vil blive behandlet nærmere nedenfor afsnit 9.

4. Delaware-effekten og erfaringerne fra USA

For at vurdere konsekvenserne af konkurrence mellem retssystemer på det selskabsretlige område er det oplagt at tage udgangspunkt i de erfaringer man har gjort i USA. Der findes i USA ingen federal selskabslovgivning (modsat børsret), idet hver stat fastsætter sine selskabsretlige regler. I USA er det udgangspunktet, at et selskab er underlagt selskabslovgivningen i den stat, hvor selskabet er stiftet, uanset hvor selskabet har sine aktiviteter, jf. den såkaldte incorporationsteori omtalt nedenfor afsnit 5. Dette indebærer, at de erhvervsdrivende kan vælge at stifte deres selskab i en stat uanset i hvilken stat selskabet efterfølgende har aktiviteter. I en række afgørelse fra omkring århundredeskiftet blev det fastslået, at det ikke kunne betragtes som omgåelse (fraud on the law), at man anvendte selskaber fra andre stater til at drive lokal erhvervsvirksomhed.[12]

Allerede omkring starten af dette århundrede blev de indledende skridt taget til en konkurrence om at indrette selskabslovgivningen på en måde, der tiltrak selskaber. Dette udviklede sig efterhånden til en konkurrence, hvor særligt staterne Delaware og New Jersey markerede sig. Fra 1920 var Delaware den 'førende' stat derved, at den havde flest nystiftelser af selskaber. I en artikel fra 1974 analyserede *William L. Cary* denne udvikling.[13] *Cary* konstaterede, at det var lykkedes Delaware at vinde kapløbet om at tiltrække selskaber og hævdede, at dette var sket ved systematisk at udhule selskabslovgivningen. Han konstaterede således bl.a., at flere og flere restriktive regler var udgået, ligesom såvel lovgivere og domstole

---

[11] Jf. afgørelserne C-352/85, *Bond*, Saml. 1988 s. 2085, C-148/91, *Veronica*, Saml. 1993 I-487, C-23/93, *TV10*, Saml. 1994 I-4795, C-34-36/95, *De Agostini*, Saml. 1997 I-3843 samt C-56/96, *VT4*, Saml. 1997 I-3143.

[12] Jf. herved afgørelserne omtalt hos *William J. Carney* i Wouters og Schneider (ed): Current Issues of Cross-Border Establishment of Companies in the European Union, 1995, s. 264 samt *Elvin R. Latty* i 65, Yale Law Journal, 137-173 (1955), særligt s. 145 ff. *Latty* argumenterer i sin artikel for en indskrænkende fortolkning af afgørelserne, som indebærer, at det i nogle tilfælde er muligt at betragte et selskabs aktiviteter som omgåelse. Se hertil nærmere nedenfor afsnit 6.

[13] Jf. artiklen: Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware offentliggjort i 83, Yale Law Journal, 663-705 (1974).

havde sikret et 'favourable climate' for selskabsledelsen ved bl.a. at fastsætte strenge betingelser for at idømme ledelsen erstatningsansvar. Delawares succes kunne netop forklares i denne begunstigelse af ledelsen, idet ledelsen som oftest var dem, der i praksis bestemte, hvor man skulle vælge at stifte sit selskab. Artiklens meget overbevisende analyse indeholdt bl.a. en gennemgang af nogle domme afsagt af domstolene i Delaware, som viste den ovennævnte tendens. Samtidig viste artiklen, hvordan advokatstanden i Delaware havde haft fordel af de mange selskaber, særligt ved at der var en liberal adgang til domstolsprøvelse af forskellige selskabsretlige forhold. Delaware havde dengang kun 423 praktiserende advokater og det lykkedes *Cary* at vise, hvordan de lovforberende udvalg og domstolene havde meget tætte forbindelser til advokatstanden. Derved blev det mere end antydet, at der var en sammenfaldende økonomisk interesse i at opretholde Delaware førerposition på området. Dette blev bestyrket af, at ca. 1/4 af Delaware skatteindtægter kom fra skatter, gebyrer mv. der blev pålagt de i staten registrerede selskaber.

Dette fænomen, som ofte omtales som Delaware-effekten, blev af *Cary* sammenfattet som et 'race for the bottom'.[14] Begrebet '*Delaware-effekten*' blev en fællesbetegnelse for de uheldige konsekvenser, som konkurrence mellem retssystemer kan medføre, ikke bare inden for selskabsretten, men også inden for andre områder. I den europæiske debat om harmoniseringen af selskabsretten, blev Delaware-effekten fremhævet som en af de vigtigste grunde til, at der burde ske en harmonisering, der sikrede visse minimumsstandarder på selskabsrettens område.[15] Blandt de oprindelig seks medlemsstater i EF, var det særligt den hollandske selskabslovgivning, der blev anset som liberal, og dermed blev Holland betragtet som Europa's potentielle Delaware.[16] Dette har ændret sig noget siden, således at det i dag er mere nærliggende at England har dette potentiale.[17]

Cary havde i sin artikel selv peget på, at en federal minimumslovgivning på selskabsrettens område kunne hindre et fortsat 'race to the bottom', men denne løsning blev ikke realiseret i USA.[18] En af årsagerne til, at der ikke kom nogen større reaktion på *Cary's* artikel, var, at der i den amerikanske teori langt fra var

---

[14] Jf. artiklens s. 705.

[15] Jf. bl.a. *Christiaan Timmermanns* i Rabels Zeitschrift für ausländishes und internationales Privatrecht 1984 s. 1 ff (særligt s. 14 f), *Wolfgang Schön* i Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 1996 s. 221 ff (224) og *Hanno Merkt* i Rabels Zeitschrift für ausländishes und internationales Privatrecht 1995 s. 545 ff (særligt s. 546 f).

[16] Jf. således *Timmermanns* (noten ovenfor) s. 13 samt *Rammeloo* i Wouters og Schneider (ed): Current Issues of Cross-Border Establishment of Companies in the European Union, 1995, s. 47 ff (særligt s. 58).

[17] Se således *Cheffins*: Company Law: Theory, structure and operation,1997, s. 443 f og 450 f og *Merkt* (note 15) s. 559 der begge påpeger, at Englands liberale lovgivning sætter landet i en position, så det kunne blive Europas Delaware.

[18] Dette betyder ikke, at der slet ikke var nogen modreaktion, idet der som nærmere omtalt nedenfor afsnit 6 var nogle stater, der forsøgte at imødegå udviklingen.

enighed om, at Delaware-effekten var udtryk for et 'race to the bottom'. De mere liberalistisk indstillede fremhævede, at Delaware blev foretrukket, fordi staten havde forstået at indrette sin selskabslovgivning på en måde, som gavnede aktionærerne. I nyere tid er det særligt *Roberta Romano* som i bogen The Genius of American Corporate Law fra 1993 har forsvaret det nuværende system. Hendes bog tager udgangspunkt i nogle 'event studies', som viser, at det ikke kan konstateres, at selskaber, der vælger at overgå til at være et Delaware-selskab, mister værdi - tværtimod vil de ofte blive mere værd. Dermed mener hun at underbygge, at det forhold, at Delaware har vundet kapløbet, ikke er ensbetydende med et 'race for the bottom', idet resultatet tværtimod er en bedre selskabslovgivning set fra aktionærernes synspunkt. Hun påpeger, at det forhold, at Delaware har så mange selskaber registreret, betyder, at såvel myndigheder som domstole har udviklet stor ekspertise inden for området. Resultatet er en rig domspraksis, hyppige og gennemarbejdet lovrevisioner samt i det hele taget et højt service niveau. I dette lys er Delaware-effekten udtryk for et 'race for the top'.

Det er ikke hensigten her at tage stilling til om den amerikanske udvikling er positiv eller ej. Det er vigtigt at holde sig for øje, at der er en række forhold, der gør, at EU ikke kan sammenlignes med USA, og allerede derfor kan der ikke (fuldt ud) indtræde en europæisk Delaware-effekt. De væsentligste forhold er kort fortalt følgende:[19]

For det første betyder de selskabsretlige lovvalgsregler, som anvendes i en række medlemsstater, at et selskab ikke uden videre kan flytte hovedparten af sine aktiviteter til en anden stat, jf. nærmere nedenfor afsnit 5. For det andet er der allerede gennemført en vidtgående harmonisering af selskabsretten i EU. På de områder, hvor der er harmoniseret, findes der en minimumsregulering i alle medlemsstater og dermed kan denne minimumsregulering ikke undgås ved at stifte selskab i en anden medlemsstat. Spørgsmålet er naturligvis, om den eksisterende harmonisering er tilstrækkelig til helt at hindre, at der er et incitament for de erhvervsdrivende til at spekulere i de forsat eksisterende forskelle. Sagsforholdet i Centros Limited gør det klart, at bl.a. det forhold, at minimumskapitalkravene ikke er (fuldt ud) harmoniseret betyder, at der fortsat er forskelle, som nogle erhvervsdrivende kan tænkes at spekulere i. Se hertil yderligere diskussionen nedenfor afsnit 8 og 9.

I USA foregår konkurrence om selskaber både ved nystiftelse af selskaber og ved at eksisterende selskaber lader sig omregistrere. En sådan 'reincorporation' af et eksisterende selskab betyder, at selskabets virksomhed flyttes over i et selskab stiftet i en anden stat. Dette kan i USA ske uden større problemer, typisk ved at

---

[19] Der findes et stor udvalg af litteratur, der sammenligner selskabslovgivningen i EU og USA, bl.a. *David Charny* i 32 Harvard International Law Journal, 423-456 (1991), *Harm-Jan de Kluiver*, Maastricht Journal of European and Comparative Law 1994, s. 139 ff, *Clark D. Stith* i 79 Georgetown Law Journal, 1581-1618 (1991), *Merkt* (note 15), *Werner F. Ebke* i Rabels Zeitschrift für ausländishes und internationales Privatrecht 1998, s. 195 ff samt *Roberta Romano* i den i teksten nævnte bog samt i artiklen i bogen International Regulatory Competition and Coordination, Perspectives on Economic Regulation in Europe and the United States, 1996 redigeret af Bratton, McCahery, Picciotto og Scott.

selskabet stifter et 100% ejet datterselskab i en anden stat og derefter fusionerer ind i datterselskabet. Motivet til at gennemføre en sådan reincorporation kan eksempelvis være, at man er 'utilfreds' med nogle nye selskabsretlige regler i sin oprindelige stiftelsesstat, eller det kan være, at man ønsker at gennemføre en transaktion (fusion, virksomhedsovertagelse mv.), som lettere kan gennemføres i henhold til selskabslovgivningen i en anden stat.

Det er mindre sandsynligt, at man får problemer med sådanne '*run away corporations*' i EU. Der eksisterer således pt. ikke EU-direktiver, der selskabsretligt åbner mulighed for grænseoverskridende fusioner eller selskabers nationalitetsskifte.[20] Mens reincorporation ikke nødvendigvis udløser skat i USA vil udgangspunktet inden for EU være, at et selskab beskattes, når dets virksomhed overgår til et selskab i en anden medlemsstat.[21]

En væsentlig årsag til udviklingen i USA er, at der er forholdsvis store indtægter forbundet med tilstedeværelsen af de mange selskaber. Den såkaldte franchise tax, som betales uanset om selskabet har aktiviteter i staten eller ej, indbringer således Delaware et betragteligt beløb.[22] En tilsvarende skat findes ikke i EU. Et selskab, der lader sig stifte i en medlemsstat, men herefter driver sin hovedaktivitet i et andet land, vil som ofte også blive fuld skattepligtig i det sidstnævnte land.[23] Dermed er der ikke noget indtægtsmæssigt incitament for medlemsstaterne til at konkurrere om selskaberne. Der er heller ikke for de erhvervsdrivende noget incitament til at stifte selskabet i de lande, som har en særlig lav selskabsskat, idet selskabet som oftest alligevel ender med at betale skat i det land, hvor det har sin hovedaktivitet (ledelsens sæde). Skulle nogle medlemsstater forsøge at tiltrække

---

[20] Der har dog i mange år været fremlagt et forslag til et 10. selskabsdirektiv om grænseoverskridende fusioner, og der fremlægges formodentlig i den nærmeste fremtid et forslag til et 14. selskabsdirektiv om selskabets nationalitetsskrifte. Om sidstnævnte se også *Neville & Engsig Sørensen* i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 1999, s. 27 ff. Artiklen gennemgår også de begrænsede muligheder, der i dag eksisterer for at gennemføre nationalitetsskifte.

[21] Jf. hertil også *Roberta Romano*: The Genius of American Corporate Law, 1993 s. 133 og *Merkt* (note 15) s. 561 f. For EU's vedkommende lemper fusionsskattedirektivet, EFT 1990 L 225/1, dog beskatningen af visse grænseoverskridende omstruktureringer. Direktivet omfatter ikke selskabsretligt nationalitetsskifte, men det kan ikke udelukkes, at man ved en kreativ kombination af reglerne om tilførsel af aktiver og ombytning kan opnå et lignende resultat, jf. hertil diskussionen om en tilsvarende problemstilling hos *Søren Næsborg Jensen*, EU-Selskabsskatteret, 1997, s. 206 ff.

[22] Hos *Roberta Romano* (note 21) s. 7 ff er der en oversigt over hvordan denne skatteindtægt har udviklet sig i perioden 1960-1990. I 1990 indbragte denne skat mere en 200 mio. dollars, svarende til 17.7 % af de samlede skatteindtægter i det pågældende år.

[23] Mange medlemsstater behandler således udenlandske selskaber som fuldt skattepligtige, såfremt ledelsens sæde befinder sig i landet, jf. hertil også SEL § 1, stk. 6. Selv om det også er typisk, at et selskab også er fuldt skattepligtig i det land, hvor det er stiftet (og dermed registreret), vil dobbeltbeskatningsoverenskomsterne ofte tillægge beskatningsretten til den stat, hvor ledelsens sæde befinder sig, jf. hertil OECD's modelsoverenskomst art. 4, stk. 3. Det forhold, at den fulde skattepligt knyttes til ledelsens sæde, medfører også, at nogle medlemsstater likvidationsbeskatter selskaber, der flytter deres ledelse ud af landet, jf. SEL § 5, stk. 5 og 7. Se hertil *Aage Michelsen*: International Skatteret, 1996 s. 156 f og 167 ff samt *Niels Winther-Sørensen* i Engholm Jacobsen, Pedersen, Siggaard og Winther-Sørensen: Skatteretten 3, 1995 s. 82 ff.

aktiviteter ved at sænke selskabsskatten, kan dette evt. være i strid med den nye politik til imødegåelse af skadelig skattekonkurrence, jf. hertil bemærkningerne i afsnit 3.

Når situationen i USA og EU ikke helt kan sammenlignes, er det også fordi, man har anvendt forskellige metoder til at imødegå omgåelse af selskabslovgivningen. I de følgende afsnit skal de enkelte tiltag analyseres nærmere.

5. Hovedsædeteorien i den internationale selskabsret

'International selskabsret' er betegnelsen for de lovvalgsregler, der er bestemmende for, hvilket lands selskabsretlige regler der finder anvendelse på et selskab. Den tidligst udviklede teori inden for den internationale selskabsret er incorporationsteorien, hvorefter et selskab er underlagt den lovgivning, den skylder sin eksistens - dvs. den lovgivning i henhold til hvilken den er stiftet.[24] I midten af det forrige århundrede udviklede en række europæiske lande, med Frankrig som foregangsland, en teori der senere blev til det vi i dag kender som hovedsædeteorien. Baggrunden for den nye teori var bl.a. den konkurrence mellem retssystemer, der opstod på dette tidspunkt. England havde udviklet sig til en slags europæisk Delaware, idet det var lykkedes at tiltrække en række franske virksomheder, der valgte at drive deres aktiviteter i Frankrig gennem et engelsk selskab.[25] Baggrunden herfor var bl.a. det engelske system med 'autoriseret' kapital, der betød, at de engelske selskab fremstod med en betydelig kapital, uden denne nødvendigvis var indbetalt.[26] Hovedsædeteorien blev udviklet på baggrund af den franske lære om 'fraude à la loi', idet det var selskabets reelle hovedsæde, der skulle være afgørende for, hvilken selskabslovgivning selskabet var underlagt. Derved tvang man de franske virksomheder til at anvende franske selskaber. Et berømt tilfælde er den franske sag vedrørende *Moulin Rouge*, hvor et engelsk anpartsselskab (Ltd.) drev det berømte etablissement i Paris.[27] Selv om selskabet formelt havde et kontor i London, mødtes bestyrelsen i Paris; dets samlede bestyrelse var franske statsborgere, og dets kontor og regnskab fandtes i Paris. Stifterne blev i denne sag dømt for ikke at have fulgt fransk rets regler ved stiftelsen.

---

[24] Om den historiske udvikling se *Allan Philip*: Studier i den internationale selskabsrets teori, 1961 s. 83 ff.

[25] Jf. *Buxbaum & Hopt*: Legal Harmonization and the Business Enterprise. Corporate and Capital Market Law Harmonization Policy in Europe and the USA, 1988 s. 68 f.

[26] Se hertil *Latty* (note 12) s. 106 samt *Charny* (note 19) s. 428.

Jf. Dalloz 1913 2.165. Afgørelsen er omtalt hos *Allan Philip* (note 24) s. 106.

Hovedsædeteorien blev efterfølgende udbredt til en række europæiske lande, herunder bl.a. Belgien, Tyskland og Portugal.[28] Teorien kan i dag ikke alene forklares som en modreaktion på en begyndende Delaware-effekt i Europa. På den anden side er det dog klart at ved at lægge vægt på selskabets hovedsæde, lægges der en dæmper på, hvor hurtigt og hvor udpræget en sådan Delaware-effekt kan opstå.

Hvis hovedsædeteorien betragtes udelukkende som en teori til at imødegå omgåelse er den behæftet med visse mangler. For det første er der knyttet en stor usikkerhed til begrebet 'hovedsæde'. Der er i de forskellige lande ikke enighed om, hvilke faktorer der skal lægges vægt på. Dertil kommer, at det ikke altid er fuldstændig afklaret i de enkelte lande, hvad der ligger i begrebet, ligesom der ofte bruges forskellige hovedsædebegreber i selskabsretten og skatteretten.[29] Med den øgede internationalisering og nye kommunikationsformer bliver det i nogle tilfælde meget vanskelig at afgøre, hvor selskabet ledelse og dermed hovedsæde befinder sig.

Hertil kommer, at det ikke nødvendigvis er udtryk for omgåelse, hvis et selskab har sit hovedsæde i et andet land end registreringsstedet.[30] Med etableringen af det indre marked og den øgede internationalisering er det klart, at et selskabs aktiviteter kan blive spredt over flere lande. Herved kan også selskabets hovedvirksomhed være beliggende et andet sted end selskabets ledelse. Forestiller man sig et selskab med en dominerende hovedaktionær, vil det forhold, at denne hovedaktionær flytter til et andet land efter hovedsædeteorien, kunne medføre, at selskabets hovedsæde flyttes. Endelig er det klart, at mange datterselskaber i vidt omfang kontrolleres fra moderselskabet, og såfremt moderselskabet er beliggende i en anden stat, kan hovedsædet igen betragtes som flyttet.[31] Som disse eksempler viser, behøver det ikke være udtryk for forsøg på omgåelse af selskabslovgivningen, at hovedsædet ikke længere er beliggende i det land, hvor selskabet er registreret. Den væsentligste mangel ved hovedsædeteorien er, at den ikke åbner mu-

---

28 Litteraturen herom er omfattende. Der henvises til *Mette Neville* i Juristen 1997 s. 145 ff, *Bernhard Grossfeld*: Internationales und Europäisches Unternehmensrecht, 1995, s. 38 ff og *Engsig Sørensen*: Samarbejde mellem selskaber i EF, 1993 s. 72 ff, der alle indeholder henvisninger til yderligere litteratur.

29 Jf. hertil bl.a. *Neville* (note 28), s. 147 f. For en analyse af det tyske hovedsædebegreb se *Daniel Zimmer*: Internationales Gesellschaftsrecht, 1996 s. 233 ff. Vedrørende det skatteretlige begreb 'ledelsens sæde' se de i note 23 nævnte fremstillinger samt *Lars Eriksen* i Skat Udland 1996, 150. Ligesom hovedsædeteorien hindrer Delaware-effekten, kan de skatteretlige konsekvenser ved at flytte ledelsens sæde (jf. således særligt SEL § 5, stk. 5 og 7) også være stærkt medvirkende til at hindre en sådan effekt. Dette gælder særligt for selskaber, som ikke er nystiftede, og som derfor kan udsættes for avancebeskatning.

30 Se hertil også *Joachim Freiherr von Falkenhausen* i Recht der internationalen Wirtschaft 1987, s. 818 ff

31 At dette ikke er en helt urealistisk tanke ses af den skatteretlige afgørelse gengivet i TfS 1995,577 og kommenteret af *Niels Winther-Sørensen* i Skattepolitisk Oversigt 1995, s. 314 ff. Problemstillingen vedrørende datterselskaber har også været drøftet i den internationale selskabsretlige teori, hvor man særligt i Frankrig har drøftet muligheden for at fastslå, at datterselskabet har hovedsæde i udlandet, jf. hertil *Jens Pohlmann*: Das französische Internationale Gesellschaftsrecht, 1988, s. 53 f samt *Allan Philip* (note 24), s. 109 f.

lighed for en individuel vurdering af, hvorfor hovedsædet i de konkrete tilfælde er flyttet.[32] Derfor er den ikke specielt egnet til at imødegå omgåelse.

Konsekvensen af hovedsædeteorien er, at selskabet underlægges lovgivningen i den stat, hvor det har sit hovedsæde. Dette vil i mange tilfælde medføre, at selskabet ikke længere betragtes som gyldigt stiftet. Derfor kan det blive tvangsopløst, eller det betragtes uden videre som ugyldigt, hvilket indebærer, at den begrænsede hæftelse bortfalder. Man kunne forestille sig, at der er mulighed for, at selskabet kan skifte nationalitet ved at lade sig registrere i hovedsædelandet, men i praksis kan dette kun lade sig gøre i få tilfælde.[33] Håndhævelsen af hovedsædeteorien kan derfor medføre alvorlige konsekvenser for selskabets aktionærer og kreditorer. Hvis hensigten er at forhindre omgåelse af nationale selskabsregler, herunder at sikre beskyttelse af selskabets minoritetsaktionærer, er det lidt vanskeligt at forklare, at man knytter så vidtgående sanktioner til hovedsædeteorien.

Hovedsædeteorien har dog også sine fordele som redskab til at imødegå omgåelse. For det første har teoriens udbredelse indtil videre forhindret, at der i Europa er opstået en Delaware-effekt. Problemet er ikke, at teorien vil hindre forsøg på omgåelse af national selskabsret, men mere at teorien samtidig forhindrer visse aktiviteter, der ikke kan siges at udgøre omgåelse. For det andet er det en fordel, at EF-Domstolen i sag C-81/87, *Daily Mail*, Saml. 1988 s. 5483, udtrykkeligt har accepteret, at det er i overensstemmelse med etableringsreglerne at håndhæve hovedsædeteorien, selv om teoriens anvendelse klart er en hindring for selskabers frie bevægelighed.[34] Afgørelsen i *Daily Mail* har betydet at de tyske domstole i flere tilfælde har håndhævet hovedsædeteorien over for selskaber, der forsøger at flytte deres hovedsæde uden påny at foreligge spørgsmålet for EF-Domstolen.[35]

Det skal bemærkes, at Erhvervs- og selskabsstyrelse i sagen om *Centros Limited* ikke har påberåbt sig hovedsædeteorien. Derfor kan sagens EU-retlige aspekter ikke siges at være afklaret allerede under henvisning til *Daily Mail-sagen*. Når hovedsædeteorien ikke er påberåbt, er forklaringen formodentlig, at den overvejende del af den danske juridiske teori har antaget, at Danmark følger incorporationsteorien og ikke hovedsædeteorien.[36] Det har dog hidtil ikke været muligt at

---

32 Jf. *Peter Behrens* i Rabels Zeitschrift für ausländishes und internationales Privatrecht 1988, s. 498 ff (særligt s. 516 f).

33 Jf. hertil *Neville & Engsig Sørensen* (note 20) med yderligere henvisninger til national ret.

34 Se hertil *Engsig Sørensen & Runge Nielsen*: EU Markedsret, 1996 s. 456 ff.

35 Se hertil afgørelserne offentliggjort i tidsskriftet Eurpäisches Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1992 s. 548 ff og 1998 s. 31 ff.

36 Jf. hertil *Allan Philip* (note 24), s. 162 ff, *Erik Werlauff*: Selskabsret, 1997 s. 95 ff, *Paul Krüger Andersen*: Aktie- og anpartsselskabsret, 1997 s. 88, *Neville* (note 28), *Engsig Sørensen* (note 28), s. 80 ff, *Søren Friis Hansen & Jens V. Krenchel*: Introduktion til selskabs- og foreningsretten, 1998 s. 37 samt *Peter Arnt Nielsen*: International privat- og procesret, 1997 s. 631 f. For fuldstændighedens skyld skal det nævnes at incorporationsteorien under tiden omtales om stiftelses- eller registreringsteorien. For selskaber af aktie- og anpartsselskabstypen er registrering en obligatorisk del af selskabsstiftelsen, og dermed er der for disse selskabsformer sammenfald mellem teorierne.

fastslå med sikkerhed, om man i Danmark følger incorporationsteorien, idet der ikke har været nogen entydig lovbestemmelse eller domspraksis, der afklarer spørgsmålet. De senere år kan ikke siges at have bidraget til en afklaring, idet der foreligger modstridende fortolkningsmomenter.

På den ene side kan *U1998.1071Ø* måske udlægges som en bekræftelse af, at Danmark anvender incorporationsteorien. Sagen vedrørte et Gibraltar-selskab, der var gået konkurs, efter at selskabets danske direktør A tilsyneladende havde overført et større beløb til nogle selskaber kontrolleret af ham. Samme direktør A var under konkursbehandling i Danmark, og spørgsmålet var, om Gibraltar-selskabet kunne anmelde deres erstatningskrav i det danske konkursbo. Da det danske konkursbo afviste anmeldelsen skulle det afgøres om det var dansk lov eller Gibraltar lov der var bestemmende for, om anmeldelse kunne ske. Det bemærkes, at spørgsmålet om, hvorvidt en direktør er erstatningsansvarlig over for det selskab, hvori denne er ansat, er et selskabsretligt spørgsmål, som afgøres efter det for selskabet gældende lovgivning. Kuratorerne i Gibraltar-selskabet procederede da også på, at incorporationsteorien medførte, at det var Gibraltar lov, der skulle anvendes. Det danske konkursbo anførte herover for, at dansk ret skulle anvendes, allerede fordi sagen vedrørte spørgsmålet om der kunne ske anmeldelse i et konkursbo, der behandles i Danmark. Østre Landsret gav Gibraltar-selskabet medhold i det retten anførte:

> "Da sagen vedrøre spørgsmålet om, hvorvidt en direktør er erstatningsansvarlig over for det selskab, hvori han er direktør, må sagen afgøres efter lovgivningen på selskabets hjemsted.
>
> Selskabet var registreret i Gibraltar. Spørgsmålet om ansvar må derfor afgøres efter den dér gældende lovgivning."

Da præmisserne udtrykkelig nævner selskabets hjemsted, og sidestiller dette med registreringsstedet, synes dommen at bekræfte anvendelsen af incorporationsteorien. Når der alligevel kan være tvivl om afgørelsens rækkevidde, er det fordi, der i sagen ikke blev procederet på hovedsædeteorien. Under sagens behandling i Østre Landsret kom det frem, at Gibraltar-selskabet ikke havde haft nogen fysisk tilstedeværelse i Gibraltar, ud over et navneskilt i en kontorbygning. Det fremgår imidlertid ikke af sagens referat at der skulle være procederet på, at selskabet hovedsæde var beliggende i Danmark, og at det derfor efter hovedsædeteorien var dansk ret, der skulle finde anvendelse. Sådan som sagen er refereret, kan man kun se, at landsretten har afvist at anvende de konkursretlige lovvalgsregler og i stedet anvender de selskabsretlige. Da der kun var procederet på incorporationsteorien, kan dette forhold måske forklare landsrettens præmisser

For det andet indeholder bemærkningerne til den nye anpartsselskabslov fra 1996 anførelser, der kan udlægges som et argument for hovedsædeteorien. I lovforslagets bemærkninger til § 5 om mindstekravene til vedtægterne anføres det: "Ved fastlæggelse af et selskabs nationalitet er det selskabets registrerede hjemsted (hovedkontor), der er afgørende. Det forudsættes, at registreringen har et reelt

indhold, således at selskabet faktisk ledes herfra. Der er ikke tale om nogen ændring i den hidtil gældende retstilstand."[37]

Bemærkningerne kan forstås således, at når det kræves, at et dansk anpartsselskab i sine vedtægter skal angive sit hjemsted (hovedkontor), skal det også have sin ledelse her i landet. Dermed har man i realiteten indført hovedsædeteorien for danske selskaber, der måtte flytte deres ledelse til udlandet. Denne udlægning af anpartsselskabslovens krav til vedtægterne er i modstrid med den fortolkning, som teorien hidtil har anlagt, idet kravet om hjemsted her er blevet udlagt som et krav om, at der blot findes en repræsentant for selskabet her i landet.[38] Da det i lovbemærkningerne anføres, at man ikke har villet ændre den hidtil gældende retstilstand, er det tvivlsomt, om udtrykket 'faktisk ledes' skal forstås, som andet end at der skal være en repræsentant.

Hvis det lægges til grund, at man i Danmark følger incorporationsteorien - som hidtil næsten enstemmigt antaget i teorien - vil en udlægning af § 5 som et krav om faktisk ledelse i Danmark medføre en kuriøs retstilstand. Når en sådan udlægning af § 5 sammenholdes med den praksis, der ligger bag *Centros Limited,* har vi i vidt omfang 'de fakto' indført hovedsædeteorien i Danmark. Styrelsens praksis indebærer, at udenlandske selskaber ikke kan registerer en filial her i landet, medmindre det bevises, at selskabets hovedvirksomhed og ledelse befinder sig i udlandet, jf. herved referatet ovenfor afsnit 2. Dermed har man i et vist omfang indført virkningerne af hovedsædeteorien i relation til såvel danske som udenlandske selskaber. Dette er dog sket, uden at man udtrykkeligt har forladt incorporationsteorien, idet man i stedet har udledt hovedsædeteoriens virkninger af en fortolkning af Anpartsselskabslovens § 5 (krav om angivelse af hjemsted i vedtægter) samt af en fortolkning af begrebet 'filial'.[39]

Slutteligt skal det fremhæves, at der ikke er noget til hinder for, at lande, der anvender incorporationsteorien, gør undtagelser fra den rene incorporationsteori for at imødegå omgåelsesforsøg. Tværtimod er det netop lande, der følger incorporationsteorien, der har udviklet sådanne modtiltag. Dette ses bl.a. i USA, hvor nogle stater udviklede en politik til at imødegå såkaldte 'pseudo-foreign corporations', jf. straks nedenfor.

---

[37] Jf. FT 1995-96, Tillæg A s. 4002, højre sp.

[38] Jf. bl.a. *Allan Philip* (note 24) s. 169 og *Neville* (note 28) s. 152 ff.

[39] I modsætning til hvad der er tilfældet under hovedsædeteorien, er det mere uklart, hvilke konsekvenser der er knyttet til overtrædelsen af Anpartsselskabslovens § 5 og Styrelsens praksis vedrørende udenlandske selskaber. Det er tvivlsomt, om kravet, om at danske selskaber skal have ledelse her i landet, bliver håndhævet, jf. hertil *Krüger Andersen* (note 36), s. 88. Dernæst er det ikke helt klart, hvordan Styrelsen vil forholde sig, hvis et udenlandsk selskab driver virksomhed i Danmark på trods af, at det ikke kan registreres som filial. Det udenlandske selskab skal efter Styrelsens argumentation opfylde dansk ret almindelige regler, fordi der er tale om en primær etablering, og når dansk ret ikke er opfyldt, vil den naturlige konsekvens være, at selskabet betragtes som ugyldigt, og selskabets ejere kan ikke påberåbe sig begrænset hæftelse, jf. på linie hermed *Erik Werlauff*: Koncernretten, 1996 s. 82. Dermed er konsekvensen af Styrelsens praksis den samme som i bl.a. tysk ret knyttes til hovedsædeteorien.

6. Regulering af 'pseudo-foreign corporations'

Hverken incorporations- eller hovedsædeteorien behøver at være undtagelsesfri. Det er derfor ikke overraskende, at lovvalgsreglerne med tiden er blevet modifiseret, så de tager højde for omgåelsesforsøg. I USA blev omgåelsesproblemet taget op af *Elvin R. Latty*, som i en artikel fra 1955 behandlede problemstillingen vedrørende 'pseudo-foreign corporations' - dvs. pseudo-fremmede selskaber.[40] I artiklen opfordrede *Latty* de amerikanske stater til at sondre mellem ægte fremmede selskaber og pseudo-fremmede selskaber, idet den eksisterende praksis, hvorefter man under ingen omstændigheder regulerede fremmede selskaber, gjorde det "...absurdly easy to avoid any uncongenial feature of local corporation law." *Latty* analyserede den eksisterende domspraksis og fandt, at denne ikke forhindrede anvendelsen af lokal selskabsret i tilfælde af pseudo-fremmede selskaber, som var stiftet i andre lande for at omgå lokale selskabsretlige regler. I lyset af *Centros Limied-sagen* er det særligt interessant, at en at de domme som omtales vedrørte et forsøg på at omgå kapitalkrav. Dengang havde staten Missouri krav om, at hele den autoriserede kapital[41] var tegnet og mindst halvdelen indbetalt. Nogle erhvervsdrivende bosat i Missouri stiftede et selskab i Colorado med en autoriseret kapital på $ 1.000.000, hvoraf alene $ 43.000 var indbetalt. Dette var i overensstemmelse med selskabslovgivningen i Colorado, men da selskabet blev anvendt til at drive en virksomhed i Missouri, valgte en lokal domstol at beskytte kreditorerne ved at gøre stifterne personligt ansvarlige.[42]

Som løsning på problemet med pseudo-fremmede selskaber foreslog *Latty*, at de enkelte stater lavede love, der regulerede disse selskaber. Han var opmærksom på, at en sådan regulering rejste en del problemstillinger, dels 1) hvordan man definerede pseudo-fremmed, 2) hvilke regler der skulle anvendes på sådanne selskaber samt 3) hvordan man skulle anvende reglerne.

Vedrørende det første spørgsmål mente *Latty*, at man som udgangspunkt kunne fokusere på fremmede selskaber, der havde deres hovedaktivitet lokalt, men han indrømmede, at der var mange grænsetilfælde. Han mente ikke en stat skulle anvende samtlige selskabsretlige regler på de pseudo-fremmede selskaber, idet man kun skulle anvende udvalgte bestemmelser. Han pegede selv på at det skulle være de bestemmelser, der beskyttede selskabets kreditorer, samhandelsparter samt aktionærer, forudsat de "...reveal a strong legislative polity".[43] Det er i denne forbindelse værd at bemærke, at han ikke mente, at krav om en vis minimumskapital havde en sådan karakter, at de burde anvendes på de fremmede selskaber.

---

[40] Jf. *Elvin R. Latty* i 65, Yale Law Journal 137-173 (1955).

[41] I USA og England betegner den autoriserede (authorized) kapital den kapital som selskabet kan udstede, men den behøver ikke være tegnet fuldstændigt. Ikke-tegnet kapital kan tegnes efterfølgende, hvilket de facto, men ikke formelt, er en kapitalforhøjelse.

[42] Jf. *Cleaton v. Emery*, 49 Mo. App. 345 (K.C. Ct. App. 1892) omtalt hos *Latty* s. 151 f.

[43] Jf. artiklens s. 160.

Dette skal dog ses i lyset af, at de daværende krav lå på $ 500-1000 og at minumumskapitalkravene aldrig har haft samme karakter i USA som i kontinentaleuropa. Netop spørgsmålet, om hvilke selskabsretlige regler der kan og bør anvendes på de pseudo-fremmede selskaber, har været meget omdiskuteret i den amerikanske teori.[44]

Anvendelsen af de lokale regler kunne enten ske ved, at disse krav erstattede de selskabsretlige regler i incorporationsstaten eller ved, at de blev anvendt kumulativt (superadded). Det er vigtigt at bemærke, at den foreslåede regulering af pseudo-fremmede selskaber ikke havde til hensigt at forhindre fremmede selskaber i at drive aktiviteter ved at nægte registrering, erklære selskaberne ugyldigt eller lignende. Formålet var at pålægge disse selskaber at overholde de selskabsretlige regler, der havde en beskyttelsesværdi værdi i den lokale stat, og som konsekvens heraf var det ikke muligt at omgå disse regler ved at stifte sig selskab i andre stater.

Reguleringen af fremmede selskaber gav dog anledning til en række særlige amerikanske problemstillinger. En sådan regulering krævede et opgør med den såkaldte 'internal affair doctrine', hvorefter domstolene ikke kunne blande sig i fremmede selskabers interne forhold. Der var også konstituelle problemer, herunder problemer med de såkaldte 'equal treatment statutes', som fandtes i mange stater.[45] Disse særlige amerikanske problemstillinger - som til dato ikke er fuldstændig afklaret - skal ikke forfølges nærmere her. Blot skal det bemærkes, at problemstillingerne ikke er helt ulig de EU-retlige problemer, der kan være forbundet med en regulering af fremmede selskaber.

I USA var det i første omgang ikke de statslige lovgivere men domstolene, som imødekom *Latty's* opfordring til at regulere pseudo-fremmede selskaber. En af de berømte sager er *German-Amerikan Coffee Company v. Diehl*[46], hvor dommer Cadozo håndhævede et forbud mod visse dividendeudbetalinger, som fandtes i selskabsloven i New York mod et selskab, som var stiftet i New Jersey, idet han bemærkede: "...In these days, when countless corporations organized on paper in neighboring states, live and move and have their being in New York, a sound public policy demands that our legislature be invested with this mesure of control." Endnu mere berømt er afgørelsen fra den californiske domstol i sagen *Western Airlines, Inc, v. Sobieski.*[47] Selskabet Western Airline var oprindeligt et californisk selskab, men ved en aktieombytning i 1929 var det blevet et Delawareselskab. I 1956 forsøgte selskabet at gennemføre en vedtægtsændring, der ville

---

[44] Jf. hertil også *Stanley A. Kaplan* i 21, Vanderbilt Law Review, 433-481 (1968) samt *P. John Kozyris* i Duke Law Journal, 1-99 (1985).

[45] Se hertil *Latty* (note 40), Ebke (note 19) s. 214 ff, *Stanley A. Kaplan* (note 44), *Kozyris* (note 44), s. 30 ff samt *Buxbaum & Hopt* (note 25), s. 90 ff.

[46] 216 N.Y. 57, 109 N.E. 875 (1915). Afgørelsen er refereret hos *Kaplan* (note 44), s. 451.

[47] 191 Cal. App. 2d 399, 12 Cal. Rptr. 719 (1961). Afgørelsen er bl.a. refereret hos *Kaplan* (note 44), s. 453 f samt hos *Grossfeld* (note 28), s. 46 f.

ændre stemmerettighederne knyttet til selskabets aktier. Denne ændring ville efter californisk ret kræve tilladelse, og myndighederne indtog det standpunkt, at en sådan tilladelse var nødvendig i den pågældende sag. Da selskabet søgte om tilladelse til ændringen, blev den nægtet, fordi ændringen stred mod den californiske generalklausul (inequitable and unfair). Under den efterfølgende sag var spørgsmålet, om det var nok at iagttage Delaware-lovgivningen, eller om det var berettiget også at kræve californisk ret opfyldt. Domstolen mente, det var berettiget at anvende californisk ret i en situation, hvor selskabet havde en væsentlig del af sine aktiviteter i Californien. Det fremgik af sagen, at ud over at Western havde en væsentlig del af sin virksomhed i staten, var mere end halvdelen af aktierne i selskabet ejet af investorer bosat i Californien.

Disse domme kan ses som en anvendelse af den af *Latty* anbefalede regulering, idet de anvender dele af den lokale selskabslovgivning til at beskytte aktionærer og kreditorer i selskaber, der hovedsageligt er aktive i den pågældende stat. Det er klart, at herfra er skridtet til en egentlig lovregulering af problemstillingen ikke stor, og det var da også Californien og New York, der var først til at tage dette skridt. I Californien har man således specificeret, at en lang række bestemmelser finder anvendelse på fremmede selskaber, der i gennemsnit har mere end 50% af dets aktiver, dets lønomkostninger og dets omsætning i Californien i det forudgående år, eller hvis mere end halvdelen af selskabets aktier indehaves af aktionærer bosiddende i staten, jf. Cal. Corp. Code § 2215. De bestemmelser, der finder anvendelse, er bl.a. reglerne om valg og afskedigelse af direktører, begrænsningerne på muligheden for at udlodde dividende samt muligheden for selskabers erhvervelse af egne aktier, krav om ordinær generalforsamling samt begrænsninger på salg af aktiver, reorganisation samt fusioner. Staten New York har i dag en endnu mere vidtgående lovgivning, idet de som udgangspunkt regulerer en række forhold for alle fremmede selskaber, dog således at et selskab kan fritages, såfremt det har mindre end halvdelen af sin virksomhed i New York.[48]

De amerikanske overvejelser og tiltag slog også rod i Europa. I Danmark er det særligt *Allan Philip,* som i sin disputats fra 1961 har gjort sig til talsmand for en regulering af fremmede selskaber.[49] Inspireret af *Latty* foreslog *Philip,* at man stillede en række betingelser for fremmede selskabers udøvelse af aktiviteter i Danmark. Disse krav skulle sikre, at fremmede selskaber i det mindste opfylder de samme betingelser for udøvelsen af aktiviteter som danske selskaber.[50] *Philip's*

---

[48] Se hertil omtalen hos *William J Carney* i Wouters og Schneider (ed): Current Issues of Cross-Border Etablishment of Companies in the European Union, 1995 s. 259 f, *Buxbaum & Hopt* (note 25), s. 91 f samt *Kozyris* (note 44), s. 66 ff.

[49] Jf. *Allan Philip*: Studier i den internationale selskabsrets teori, 1961. Løsningen har også været foreslået af *Boye Jacobsen* i Nordisk Tidsskrift for international ret 1976 s. 103 ff (særligt s. 106), men for en afvisende holdning til denne løsning se *Borum* i Juristen 1961 s. 503 ff (særligt s. 507).

[50] Jf. hertil nærmere s. 157 ff og 180 ff. *Philip* nævner s. 182 f at det efter den daværende aktieselskabslov § 78 var et krav ved registering af filialer af udenlandske selskaber, at disse opfyldte kravene til, hvornår der skulle ske indbetaling af aktiekapitalen. Denne regel var i realiteten en - utilstrækkelig - regulering af fremmede selskaber. Reglen synes utilstrækkelig, fordi den ikke kun rammer pseudo-fremmede selskaber,

forslag adskilte sig fra *Latty's* derved, at det indebar en regulering af alle fremmede selskaber, uanset om disse er pseudo-fremmede eller ej. Forklaringen på dette var dels, at det er vanskeligt at afgrænse pseudo-fremmede selskaber og dels, at der synes:

> "...fra et dansk synspunkt at være ringe forskel mellem et engelsk selskab, der driver virksomhed i England og måske en række andre lande, og som ønsker at drive virksomhed i Danmark, og et engelsk selskab der kun driver virksomhed i Danmark. For så vidt aktieselskabslovens filialregler yder tilstrækkelig beskyttelse i den første situation, må de også gøre det i den anden, og yder de ikke tilstrækkelig beskyttelse i den anden situation, er der ingen grund til at antage, at de gør det i den første."[51]

Philip's holding indebærer, at man må opgive regulering, der direkte er rettet mod omgåelse. Det er således ikke mulig at stille krav om, at alle selskaber fra andre medlemsstater i EU, der gennem filialer udøver en vis aktivitet i Danmark, skal opfylde en række danske selskabsretlige regler. For det første vil så vidtgående krav i de fleste tilfælde være unødvendigt. Dernæst vil det være i direkte strid med Danmarks forpligtelser i EU-samarbejdet at stille så vidtgående krav. Der er således ikke mulighed for at pålægge kapitalkrav eller publicitetskrav, der rækker ud over dem, der allerede følger af 11. selskabsdirektiv.[52] Da det således - i forhold til selskaber fra andre medlemsstater - er begrænset, hvor mange forpligtigelser der kan pålægges, synes denne fremgangsmåde ikke at være egnet til at imødegå omgåelse.

Også i andre lande har forfattere gjort sig til talsmand for amerikansk inspirerede løsninger. Den tyske jurist *Sandrock* udviklede sin Überlagerungstheorie' som en model til at løse de problemer, som anvendelsen af hovedsædeteorien voldte for selskabers fri bevægelighed inden for EU. Teorien indebar, at alle medlemsstater i EU skulle overgå til incorporationsteorien, dog således at hvor et selskab havde sit hovedsæde i et andet land end stiftelseslandet skulle selskabets kreditorer, aktionærer og medarbejdere have mulighed for at påberåbe sig en evt. bedre selskabsretligt beskyttelse, som fandtes i selskabslovgivningen i hovedsædelandet.[53] Denne specielle europæiske version af de amerikanske reguleringstanker

---

og fordi den ikke kræver opfyldelse at alle de bestemmelser, der kan være behov for at beskytte mod omgåelse.

[51] Jf. *Philip* (note 49) s. 157. Se hertil også *Philip*: Dansk international privat- og procesret, 1976 s. 356.

[52] Jf. hertil også *Werlauff* i EU-ret & Menneskeret, 1998, nr. 3, s. 93. Det 11. selskabsdirektiv, 89/666, regulerer formaliteterne omkring registrering af filialer af selskaber fra andre lande, herunder også tredjelande (dvs. ikke-medlemsstater).

[53] Se hertil *Otto Sanrock* i Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht 1978 a. 226 ff samt omtalen af teorien hos *Engsig Sørensen*: Samarbejde mellem selskaber i EF, 1993 s. 78 ff.

blev aldrig realiseret, ligesom *Philip's* ønske om en egentlig dansk regulering af fremmede selskaber heller ikke blev det.

Derimod har Holland netop gennemført en regulering med amerikansk forbillede. Baggrunden for den hollandske lovgivning er, at Holland følger incorporationsteorien, og at man de seneste år har konstateret, at mere end 4000 udenlandske selskaber har alle eller næsten alle, deres aktiviteter i Holland.[54] Baggrunden for de mange udenlandske selskabers tilstedeværelse er bl.a., at også Holland har krav om minimumskapital, samt at der er en del formaliteter og dermed langsommelighed forbundet med at stifte et selskab i Holland.[55] For at imødegå en systematisk omgåelse af den hollandske selskabslovgivning vedtog man 17. december 1997 en lov, der har fået den engelske titel "Pro Forma Foreign Companies Act". Loven trådte i kraft pr. 1. januar 1998.[56] Loven definerer et pro-forma-selskab som et selskab "... incorporated under a law other than Dutch law, which conducts its business entirely or almost entirely in the Netherlands without having any further real tie with the state under whose law it was incorporated." Såfremt et selskab opfylder denne definition, har dette en række konsekvenser, som alle har til hensigt at beskytte selskabets kreditorer og samhandelspartnere:

For det første skal selskabet lade sig registrere i Holland, jf. lovens sec. 2. Såvel stiftelsesoverenskomst og vedtægter skal deponeres i en hollandsk, fransk, tysk og engelsk sproglig version. Der skal registreres oplysninger om identiteten af samtlige aktionærer i selskabet. Endelig påhviler det direktørerne i selskabet at meddele enhver ændring i de nævnte dokumenter og forhold. Opfyldes disse registreringskrav ikke, hæfter selskabets direktion personlig for retshandler indgået i perioden, hvor registreringspligten ikke er opfyldt, jf. sec. 4(4).

Dernæst kræves det efter sec. 3, at alle selskabets breve, dokumenter mv. indeholder en lang række oplysninger om navn, selskabsform, oprindelse mv. Det forbydes selskabet at forsøge at fremstå som et hollandsk selskab. Oplysninger om selskabskapitalen må kun omfatte den tegnede (modsat den autoriserede) kapital og ydermere kun den indbetalte del af den tegnede kapital.

---

[54] Jf. *L. Timmerman* i nr. 95, 10 Bonner Europa-symposion Grenzüberschreitende sitsverleguing in der EU, Teil 2, 1998, Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Univeristät Bonn, s. 118 ff. Allerede i midten af 80'er klart at Holland havde et problem med udenlandske selskaber. Der verserede på dette tidspunkt en sag for EF-Domstolen vedrørende en hollandsk statsborger, der drev en virksomhed, hvis aktiviteteter udelukkende befandt sig i Holland, jf. sag C-78/85, *Segers*, Saml. 1986 s. 2375. Alligevel valgte han at stifte et engelsk selskab, da han ønskede at drive virksomheden i selskabsform. *Timmerman* nævner i sin artikel, at han er bekendt med en rengøringsvirksomhed, som udelukkende beskæftiger sig med at pudse vinduer i Groningen, men som drives i et Delaware-selskab.

[55] Jf. hertil *Rammeloo* i Current Issues of Cross-Border Establishment of Companies in the European Union, 1995 s. 59. *Rammeloo* omtaler i sin artikel forslaget til den lovgivning, der senere blev vedtaget til at imødegå visse fremmede selskaber. Han nævner i denne forbindelse s. 60, at den hollandske højesteret havde afvist at anvende dele af de hollandske regler på udenlandske selskaber, og dette var direkte anledningen til, at der blev taget initiativ til loven.

[56] Lovens officielle titel er: "Wet op de Formeel Buitenlandse Vennootschappen", og den er omtalt hos *L. Timmerman* (note 54).

Efter sec. 4 stilles krav om at den tegnede indbetalte kapital mindst svarer til den minimumskapital, der er gældende efter hollandsk ret. Direktionen i pro-forma-selskabet hæfter solidarisk og ubegrænset for de forpligtigelser, som selskabet påtager sig ved retshandler indgået i en periode, hvor de nævnte krav til kapitalen ikke er opfyldt. Ligeledes hæfter de for forpligtigelser påtaget efter at minimumskapitalen ikke længere er tilstede, forudsat kapitalens bortfald skyldes udlodning af dividende eller skyldes køb af egne aktier. Hermed sikres, dels at minimumskapitalen har været til stede i selskabet, dels at kapitalen ikke efterfølgende er udloddet fordi dette kan lade sig gøre i henhold til den lovgivning, selskabet er underlagt. Efter sec. 4(5) gælder de nævnte regler dog ikke selskaber underlagt lovgivningen i en anden EU-medlemsstat, forudsat selskabet tillige er omfattet af det 2. selskabsdirektiv. Dette direktiv har harmoniseret kapitalkravene for selskaber af aktieselskabstypen, men ikke anpartsselskabstypen, jf. hertil også bemærkningerne nedenfor afsnit 8.

Slutteligt stilles er krav om, at pro-forma-selskabet udarbejder og offentliggør et årsregnskab i overensstemmelse med hollandsk lovgivning, jf. sec. 5. Der gøres dog undtagelser for selskaber fra andre EU-medlemsstater omfattet af 4. og 7. selskabsdirektiv, om henholdsvis årsregnskaber og konsoliderede regnskaber.

Der synes at være flere fordele forbundet med den regulering af pseudo-fremmede selskaber, man har udviklet på baggrund af *Lattys* artikel. For det første åbner denne type regulering op for en nuanceret vurdering af hvilke regler, der har en karakter, som gør, at de bør beskyttes mod omgåelse. Den hollandske lov er således en effektiv løsning til at imødegå omgåelse af nationale publicitetskrav og kapitalkrav. Løsningen tillader også, at de fremmede selskaber - efter en evt. tilpasning - får mulighed for at udøve aktiviteter, og dermed er reaktionen mere afpasset end f.eks. under hovedsædeteorien, hvor konsekvensen kan være selskabets ugyldighed, uden at en tilpasning er mulig. Endelig åbner modellen mulighed for, at der tages hensyn til de særlige forhold inden for EU, idet der som i den hollandske lov kan tages forbehold om, at loven ikke gælder på et harmoniseret område.

Det er dog ikke uden problemer at udforme en sådan lovgivning idet det fortsat kan være vanskeligt at fastlægge kriterierne for, hvornår der er tale om et pseudo-fremmed selskab. Valget synes her at stå mellem en firkantet regel - som i Californien (50%) - som de erhvervsdrivende kan forholde sig til, men dermed også 'omgå' ved at holde sig lige under grænsen, eller en mere vag regel, som den anvendt i Holland.

7. Kravet om et 'genuine link'

Kravet om et 'genuine link' eller reel tilknytning er udviklet i folkeretten.[57] I folkeretten fastlægger hver stat selv, hvem den regner som sine statsborgere, og dette anerkendes derefter som udgangspunkt af de øvrige stater. På samme måde er udgangspunktet i folkeretten, at denne anerkender, at hver stat selv bestemmer, hvordan et selskabs nationalitet fastlægges (registreringssted, hvor hovedsæde er beliggende osv.). Dog tages der for både personer og selskaber forbehold for, at man ikke folkeretligt anerkender en nationalitet, såfremt der ikke er nogen reel tilknytning til den stat, som personen eller selskabet hævder at have sin nationalitet fra.

Folkeretligt blev dette princip fastslået i *Nottebohm-sagen* afsagt af den Internationale Domstol.[58] Sagen vedrørte en tysk statsborger, som boede i Guatamala, og som under 2. verdenskrig forudså problemer pga. hans statsborgerskab. Han opnåede statsborgerskab i Liechtenstein efter et kort ophold der og efter betaling af et større beløb. Senere konfiskerede Guatamala alligevel hans formue, og Liechtenstein hævdede, at der var sket et overgreb mod en af deres statsborger. Domstolen slog imidlertid fast, at statsborgerskabet ikke kunne anerkendes, idet der ikke for Nottebohm bestod nogen 'genuine link' til Liechtenstein.

Denne grundsætning indebærer, at der ikke er nogen folkeretlig anerkendelse af et selskabs nationalitet, såfremt det ikke har nogen genuine link til den stat, den hævder at 'stamme' fra. I Tyskland blev dette princip anvendt i en sag vedrørende et Delaware-selskab.[59] I sagen skulle der tages stilling til, om man ville anerkende et amerikansk selskab, der havde sit hovedsæde og sine aktiviteter i Tyskland, idet selskabet kun havde en (meget) formel tilknytning til USA. Normalt ville sådanne selskaber ikke blive anerkendt i Tyskland, idet hovedsædeteorien indebærer, at sådanne selskaber betragtes som ugyldige. Imidlertid forelå der en traktat mellem Tyskland og USA, som forpligtede de to stater til gensidig anerkendelse af hinandens selskaber, og denne traktat forhindrede anvendelsen af hovedsædeteorien.[60] Den tyske domstol mente dog ikke, at Tyskland var forpligtet til at anerkende et selskab, der, som det pågældende, ikke havde noget 'genuine link' til stiftelseslandet, og domstolen henviste herved til *Nottebohm-sagen*. Domstolen anførte endvidere, at selv om traktaten ikke indeholdt noget ordre public forbehold, udelukkede dette ikke, at der kunne indfortolkes et forbehold om retsmisbrug (Rechtsmiss-

---

[57] Jf. hertil *Claus Gulmann, John Bernhard & Tyge Lehmann*: Folkeret, 1989 s. 141 ff samt *Grossfeld* (note 28), s. 30 f.

[58] Jf. International Court of Justice Rep. 4, 1955, s. 4.

[59] Jf. OLG Düsseldorf, afsagt 15.12.1994 - 6 U 59/94. Dommen er gengivet i Zeitschrift für internationalen Privatrecht 1995 s. 1009.

[60] Om denne traktat se nærmere *Carsten Ebenroth & Birgit Bippus* i Neue Juristische Wochenschrift 1988 s. 2137 ff.

brauch), som var en almindeligt accepteret bestanddel af ordre public-forbeholdet.[61]

I Danmark har særligt *Erik Werlauff* argumenteret for, at man ikke skal anerkende et selskab, som reelt savner enhver tilknytning til den påberåbte hjemstedsstat.[62] *Werlauff* vil anvende dette kriterium på tilfælde, hvor der klart er en omgåelseshensigt. Han henviser til, at det er en sådan præmis, der ligger bag Østre Landsrets præmisser i *Centros Limited-sagen*, jf. hertil ovenfor afsnit 2.

Således som *Werlauff* har formuleret teorien, forudsættes det, at kravet om genuine link opstilles, uanset om der foreligger en traktat om gensidig anerkendelse eller ej. Teorien synes herved at have fjernet sig fra folkeretten, og er blevet en del af den omgåelseslære som man anvender i den internationale privatret.[63] I tysk teori har den ovennævnte tyske afgørelse også været kritiseret for at tage udgangspunkt i ordre public betragtninger, idet dette ikke er dækkende for sagens problemstilling.[64] Derimod påpegedes det, at den internationale privatret på andre områder anvender en omgåelseslære, hvorefter det er muligt at underkende det lovvalg, som parterne har foretaget, såfremt samtlige omstændigheder af betydning har tilknytning til et andet land.[65] Da selskabsstiftelsen er sammenlignelig med en kontraktsindgåelse, er det nærliggende at anvende samme princip til at fastslå, at et selskab, der har alle tilknytninger til en stat, ikke kan omgå præceptive selskabsretlige regler i denne stat.[66] Som det vil fremgå af det efterfølgende, synes det at have en vis betydning for udlægningen af genuine link-princippet, om den klassificeres som en folkeretlig eller IP-retlig regel.

Der er en del usikkerhed knyttet til princippets anvendelsesområde. *Werlauff* nævner selv, at princippets 'ømme' punkt er at fastslå nøjagtigt, hvilken tilknyt-

---

61 Dommen omtaler også problemstillingen som en imødegåelse af 'pseudo-foreign corporations', men i nærværende artikel har jeg forbeholdt denne terminologi for de tiltag, der følger den af *Latty* foreslåede fremgangsmåde, jf. herved forrige afsnit.

62 Se hertil *Werlauff*: Koncernretten, 1996 s. 80 ff og samme i EU-ret & Menneskeret, 1998, nr. 3, s. 89 f. Synspunktet har fundet tilslutning hos *Arnt Nielsen*: International privat- og procesret, 1997 s. 635 og *Neville* (note 28) s. 151.

63 På linie hermed *Arnt Nielsen* (noten ovenfor).

64 Jf. hertil *Daniel Zimmer*: Internationales Gesellschaftsrecht, 1995 s. 220 ff. Han bygger blandt andet sin kritik på, at ordre public er kendetegnet ved, at man ikke kan acceptere det resultat, som anvendelsen af fremme ret vil føre til, og det er ikke det der er problemet i disse sager med udenlandske selskaber. Der ligger ikke nogen vurdering af Delaware-lovgivningen i den tyske afgørelse.

65 Dette princip er bl.a. indarbejdet i Lovvalgskonventionen fra 1980, art. 3, stk. 3. Konventionen finder anvendelse på den række kontraktlige forpligtigelser - dog er selskabsretlige forhold undtaget, jf. art. 1, stk. 2, litra e.

66 Et sådant princip blev allerede foreslået af *Philip* (note 49) s. 156, som også påpegede, at den stemte overens med den almindelige lære inden for kontraktstatuttet. *Philip* afviste dog reglen, idet han dengang ikke mente, der kunne opnås noget væsentlig ved et sådant princip.

ning til stiftelsesstaten der kræves, særligt at fastslå hvor 'lidt' der skal til.[67] Det er dog klart, at princippet ikke rammer selskaber, blot fordi de har deres hovedsæde eller hovedaktivitet i en stat, idet der stilles krav om, at der ikke er nogen tilknytning til stiftelsesstaten.[68] Dermed har princippet en mindre rækkevidde end hovedsædeteorien og de reguleringer af pseudo-fremmede selskaber, der fokuserer på hovedaktiviteternes placering. Genuine link princippet er mere rettet mod klare omgåelsestilfælde.

Det er tvivlsomt, om genuine link-princippet forudsætter, at der foreligger omgåelseshensigt. De folkeretlige regler synes ikke at stille et sådant krav, men det synes at være et krav i den IP-retlige omgåelseslære.[69] Det er muligvis ikke er noget problem i sagsforhold som *Centros Limited*, men i andre situationer kan det være vanskeligt at bevise en sådan hensigt. Der kan også stilles spørgsmål ved om princippet griber ind, hvor der slet ikke er nogen tilknytning til stiftelsesstaten (folkeretlige princip), eller om der gribes ind over for tilfælde, hvor alle tilknytninger er til samme stat (IP-retlige princip fra kontraktstatutten). Disse to kriterier vil i mange tilfælde føre til samme resultat, men ikke altid. Man kunne tænke sig et engelsk stiftet selskab, som ikke har aktiviteter i (eller tilknytning i øvrigt til) England, men som har aktiviteter i både Danmark og f.eks. Norge. Skal man i dette tilfælde nægte at anerkende selskabet? *Werlauff's* formulering af princippet vil betyde, at allerede det forhold, at der ikke er tilknytning til England betyder, det ikke kan anerkendes. Man kunne imidlertid argumentere for, at princippet skal sikre, at et selskab, der har alle sine aktiviteter i Danmark ikke anerkendes, fordi det i dette tilfælde skulle have overholdt dansk selskabsret. I dette tilfælde ville man i eksemplet skulle anerkende selskabet.

Endelig kan man overveje, hvornår det skal afgøres, om der er et genuine link. Vil et engelsk selskab, der engang havde aktiviteter i England, men i dag alene har aktiviteter i Danmark, skulle nægtes anerkendelse? Anvender man det folkeretlige princip, synes selskabet at have krav på anerkendelse. Havde Nottebohm tilbragt sin barndom i Liechtenstein, var hans statsborgerskab blevet anerkendt, selv om han ikke havde opholdt sig i landet siden. Efter IP-retten ville man i kontraktstatutten skulle lægge vægt på forholdene ved kontraktens indgåelse, dvs. ved selskabets stiftelse. Løsningen synes dog hverken at kunne hentes fra folkeretten eller IP-retten, idet der givetvis er behov for at kunne foretage vurderingen af, om der foreligger et genuine link på et senere tidspunkt i selskabets tilværelse. Kunne man ikke dette, ville man blot opleve, at engelske selskaber, der tidligere har været anvendt til at drive virksomhed i England, fik et 'andet liv', hvor de blev anvendt til at drive virksomhed i Danmark. Erfaringerne med underskuds- og overskuds-

---

[67] Jf. *Werlauff:* Koncernretten, 1996 s. 84.

[68] For en diskussion af forskellige kriterier der kan anvendelse ved bedømmelse af selskabets tilknytning til en stat se *Zimmer* (note 64), s. 226.

[69] Jf. således *Anders Martin Jensen & Peter Arnt Nielsen* i UfR 1996 B. 436 ff. der anfører, at der i bevismæssigt henseende kræves klare beviser for omgåelseshensigten.

selskaber i Danmark har vist, at der hurtigt kan etableres et marked for brugte (tomme) selskaber.

Konsekvensen af, at der ikke foreligger noget genuine link, er, at selskabets eksistens ikke kan anerkendes, og dermed at 'selskabets' ejere ikke kan påberåbe sig den begrænsede hæftelse. Det, der anmeldes som en filial, kan ikke anerkendes som en filial.[70] Dermed er genuine link-princippet meget tæt på at være identisk med den praksis, som Erhvervs- og selskabsstyrelsen har praktiseret, og som er baggrunden for *Centros Limited*.

Genuine link princippet kan udvikles til en regel, der kan forhindre de mest oplagte tilfælde af omgåelse på selskabsrettens område. Dette forudsætter dog, at princippet præciseres, og herved synes man kun i et begrænset omfang at kunne finde vejledning i det folkeretlige princip om genuine link og i IP-rettens omgåelseslære.

8. EU-retlige tiltag

Etableringen af det indre marked indebærer også, at personer og selskaber skal have mulighed for at etablere sig i forskellige lande, jf. EF-Traktaten art. 52 og 58. Det er således en politisk målsætning at fremme virksomhedsflytninger og omstruktureringer på tværs af grænserne. Lidt overraskende synes der dog ikke at være en politik med hensyn til det her omhandlede omgåelsesproblem.

Både Europa-Parlamentet og det Økonomiske og Sociale Udvalg har udtalt en positiv holdning til den øgede internationalisering, idet de dog ser nogle mulige problemer derved, at særligt sociale standarder, miljøregler og skatteregler kan omgås.[71] Omgåelse af selskabslovgivningen ses ikke nævnt som et særligt problem. I sin 'Beslutning om omstruktureringen af industrien i Den Europæiske Union og virksomhedsflytninger' fra 1996 anfører Parlamentet (punkt I) således, at "... der er mange årsager til virksomhedsflytnigner, herunder bl.a. forsøget på at få adgang til nye markeder, omgåelse af klausuler om lokalt forhold, lønkonkurrence, konkurrence om støtte, 'gratis' infrastrukturmuligheder og skatteflugt". At muligheden for at omgå selskabsretlige regler skulle være et motiv fremgår ikke. I samme beslutning henstilles i punkt 13, at "...'kapløbet om at nå bunden' i de sociale systemer i forbindelse med konkurrence om investeringer bringes til ophør...". Der nævnes imidlertid ikke noget om et kapløb mod bunden inden for det selskabsretlige område. Mens Rådet har formuleret en politik til at imødegå skade-

---

[70] Se hertil *Werlauff* (note 67), s. 82.

[71] Se hertil Europa-Parlamentets beslutning om omstruktureringer og virksomhedsflytninger gengivet i EFT 1996 C 362/147 og ØSU udtalelse om beskæftigelse, konkurrenceevne og økonomisk globalisering gengivet i EFT 1997 C 158/14.

lig skattekonkurrence,[72] har den ikke formuleret nogen politik vedrørende konkurrencen på selskabsrettens område.

Dette betyder dog ikke, at omgåelsesproblemet slet ikke har været berørt i EU-regi. For det første har EF-Domstolen flere gange taget stilling til sager om omgåelse, herunder også sager hvor selskaber har været anvendt til at omgå forskellige nationale regler.[73] Kommissionen har også haft lejlighed til at overveje problemstillingen vedrørende omgåelse af de selskabsretlige regler. Dette er særligt sket i forbindelse med, at man har overvejet, hvordan man i EU kan få afskaffet hovedsædeteorien, som begrænser selskabers fri bevægelighed. Det har således været klart, at afskaffelse af hovedsædeteorien forudsatte en løsning på omgåelsesproblemet, men hidtil har man ikke fundet en løsning, der har været politisk acceptabel.

Det første forsøg på at formulere en løsning forelå med den såkaldte Anerkendelseskonvention, som de daværende seks medlemsstater enedes om i 1968, men som imidlertid aldrig blev ratificeret.[74] Denne konvention forpligtede som udgangspunkt medlemsstaterne til at anerkende alle selskaber stiftet i henhold til lovgivningen i en medlemsstat. Der gøres dog to undtagelser, som begge kan betragtes som omgåelsesforbehold. For det første skal man ikke anerkende selskaber stiftet i EU (dengang EF), hvis hovedkontor er beliggende udenfor Fællesskabet, medmindre selskabet har en reel økonomisk tilknytning til en medlemsstat. Dette forbehold skulle sikre mod, at virksomheder fra tredjelande stiftede brevkasseselskaber i en medlemsstat (særligt Holland) og derefter anvendte brevkasseselskabet til at få adgang til de øvrige medlemsstater. Det andet forbehold vedrørte den situation, at et selskab stiftet i en medlemsstat har sit hovedsæde i en anden medlemsstat. I denne situation kunne den medlemsstat, hvor hovedsædet var beliggende, anvende sine egne præceptive regler på det udenlandske selskab. Denne bestemmelse kunne umiddelbart udlægges som en ret til at regulere pseudo-fremmede selskaber, men den var langt fra klar. Begrebet hovedsæde var ikke defineret og det var også uklart, hvilke regler der var præceptive, og som derfor kunne bringes i anvendelse.[75] Som forbillede for en regulering af omgåelsesproblemet var den derfor ikke særlig velegnet.

---

72 Jf. herved note 10 ovenfor.

73 Dette var særligt aktuelt i de såkaldte 'quota hopping' om spanske og portugisiske fiskeres udnyttelse af de engelske fiskekvoter, jf. om EF-Domstolens praksis bl.a. *L. Neville Brown* i Curtin & Heukels (ed): Institutional Dynamics of European Integration, Vol. II, 1994 s. 511 ff og *Engsig Sørensen & Runge Nielsen*: EU Markedsret, 1996 s. 427 ff og 453 ff.

74 Konventionen er offentliggjort i EF-Karnov fra 1973 s. 726. Om konventionen se også *Werlauff*: EF-Selskabsret, 1992 s. 15 ff, *Engsig Sørensen*: Samarbejde mellem selskaber i EF, 1993 s. 85 ff samt *Alberto Santa Maria*: EC Commercial Law, 1996 s. 51 ff.

75 Det blev således antaget, at en medlemsstat kunne kræve sine stiftelsesregler opfyldt, jf. *Goldman* i Common Market Law Review 1968 s. 120 ff (særligt s.123). Dette betød i realiteten, at selskabet ikke havde mulighed for at indrette sig, og dermed blev enhver forlæggelse af hovedsæde i praksis umuligt, jf. hertil også *Philip* i Juristen 1968 s. 74.

Efter EF-Domstolens afgørelse i sag C-81/87, *Daily Mail* gjorde Kommissionen et fornyet forsøg på at løse de begrænsninger på selskabers fri bevægelighed, som fulgte af hovedsædeteorien. Den anmodede revisionskontoret KPMG om at udarbejde en rapport om problemet, og denne blev udgivet i 1993 under titlen: "Study on the transfer of the head office of a company from one member state to another".[76] Selv om omgåelsesproblemet ikke er central i rapporten, nævnes det udtrykkeligt, at der i en fremtidig regulering bør indsættes en 'anti-avoidance formula', der imødegår den mulighed for forum shopping som incorporationsteorien giver mulighed for (rapportens s. 21). Rapporten munder ud i to forslag, hvoraf det ene er et forslag til et direktiv, der vil forpligte alle medlemsstater til at anvende incorporationsteorien. For at imødegå omgåelse var der foreslået følgende forbehold i art. 4, stk.5:

> "However, the state of arrival need not apply this directive in respect of companies which transfer their siège réel where the objective factors show that the principal purpose or one of the principal purposes of the incorporation of the company in the state of incorporation followed by the transfer of the siège réel to the state of arrival (whether or not there was an intervening transfer) was to avoid the application to the company of the provisions of the law of the state of arrival which would have applied had the company been incorporated there. The fact that the transfer of the siège réel is not carried out for valid organisational reasons may constitute such an objective factor."

Bestemmelsen er formuleret som et generalt forbud mod omgåelse, men uden at der er angivet nærmere kriterier. Dette efterlader medlemsstaterne og EF-Domstolen med problemet med, hvordan reglen nærmere skal udformes og administreres.[77] Forslaget blev ikke fremsat i den foreliggende form, idet Kommissionen valgte at udarbejde et direktivforslag, der tillod medlemsstaterne at bibeholde hovedsædeteorien.[78] Derved undgik Kommissionen at skulle tage hensyn til omgåelsesproblematikken.

Som nævnt tidligere er den almindelige harmonisering af selskabsretten blevet betragtet som en metode til at undgå en Delaware-effekt i EU. Det er også klart, at i det omfang der er sket en harmonisering af de selskabsretlige regler, har man forhindret omgåelse derved, at de minimumskrav direktiverne indeholder ikke kan undgås, uanset hvor selskabet er stiftet. Modstykket hertil er, at hvor der er sket en harmonisering, vil det være vanskeligt for en medlemsstat at hævde, at der forelig-

---

[76] For en omtale af rapporten se bl.a. *Bellingwout* i Recht der internationalen Wirtschaft 1997 s. 550 ff samt *Neville og Engsig Sørensen* i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 1999 s. 27 ff.

[77] Et lignende generelt formuleret forbehold findes i fusionsskattedirektivet (direktiv 90/434, EFT 1990 L 225/1), og dette forbehold har allerede givet anledning til en sag for EF-Domstolen, jf. sag C-28/95, *Leur-Bloem*.

[78] Jf. herved udkastet til et 14. selskabsdirektiv om selskabers nationalitetsskifte. Forslaget er offentliggjort i Zeitschrift für internationalen Privatrecht, og er bl.a. analyseret hos *Neville og Engsig Sørensen* (note 76).

ger omgåelse af nationale selskabsretlige regler, når et udenlandsk selskab opfylder de minimumskrav, man er enes om

På baggrund af *Centros Limited* er det særligt oplagt at se på den harmonisering, der er sket af kapitalkravene. I 2. selskabsdirektiv har man for selskaber af aktieselskabstypen en vidtgående harmonisering af reglerne om minimumskapital, apportindskud, kapitalforhøjelser og -nedsættelser, egne aktier, kapitaltab, udbytte mv.[79] Med nogle få undtagelser (bl.a. aktionærlån) har man dermed opstillet minimumskrav på dette område, og dermed burde omgåelse ikke være mulig. Imidlertid er der alene tale om minimumskrav, og derfor vil der fortsat være forskelle, som erhvervsdrivende kan tænkes at udnytte. Eksempelvis er minimumskapitalen fastsat til 25.000 ECU (svarende til ca. 190.000 kr.),[80] og beløbet er i sig selv så meget mindre end det danske kapitalkrav på 500.000 kr., at det kunne begrunde valget af et udenlandsk selskab. Dertil kommer, at direktivets art. 9 alene påbyder, at 25% af den tegnede kapital skal indbetales straks, og dermed er det muligt at overholde direktivet krav ved blot at kræve, at der ved stiftelsen indbetales et beløb mindre end 50.000 kr. Dermed er der på trods af harmoniseringen grundlag for, at der kunne opstå situationer, hvor selskaber stiftes i andre medlemsstater pga. lavere kapitalkrav. Det kan imidlertid være vanskeligt at imødegå en sådan trafik, idet medlemsstaterne var enige om dette minimumskrav. Dette er formodentlig også baggrunden for at man i de nye hollandske regler ikke stiller krav om opfyldelse af de hollandske kapitalkrav hvis det udenlandske selskab er omfattet af harmoniseringen i 2. selskabsdirektiv, se hertil omtalen ovenfor i afsnit 6.

I praksis synes det imidlertid ikke at være selskaber af aktieselskabstypen, der volder de største problemer, men derimod selskaber af anpartsselskabstypen. Dette var tilfældet i *Centros Limited,* hvor det drejede sig om et engelsk privat limited company, svarende til et dansk anpartsselskab. For anpartsselskaber findes der ingen harmonisering af kapitalkravene, og der er stor forskel på de eksisterende krav. I England og Irland er der således overhovedet ingen krav om minimumskapital, hvilket betyder, at man kan stifte et selskab med 1 £ i kapital, og også i de fleste andre medlemsstater er kapitalkravene til anpartsselskaber mindre end i Danmark.[81] Disse store forskelle har gjort, at det hidtil ikke har været muligt at harmonisere kapitalkravene til sådanne selskaber. Kommissionen offentliggjorde i 1993 en rapport, som undersøgte mulighederne for at udvide reguleringen i 2. selskabsdirektiv til - i et eller andet omfang - at finde anvendelse på anpartsselskaber.[82] Rapporten bekræftede, at der var store forskelle i de eksisterende regler, og

---

[79] Jf. direktiv 77/91, EFT 1977 L 26/1.

[80] Jf. direktivets art. 6, stk. 1. Det forudsættes i direktivets art.6, stk. 3, at der hver 5 år skal ske en revision af beløbet, men der er ikke sket en sådan revision siden direktivets vedtagelse i 1977.

[81] Se hertil oversigten hos *Eskil Trolle* i UfR 1996 B. 45 ff.

[82] Jf. 'Studie über die erweiterung des anwendungsbereichs der zweiten richtlinie auf gesellschaften anderer rechtsformen, 1993. Rapporten er omtalt hos *Marcus Lutter* i De Kluiver & Van Gerven: The European Private Company?, 1995 s. 201 ff.

der synes ikke at være taget yderligere initiativer i retning af en sådan harmonisering.

Dertil kommer, at det ikke alene er kapitalkravene, som kan tænkes omgået, og derfor vil en harmoniseringen alene være effektiv mod omgåelse, hvis man inddrager andre områder i harmoniseringen. Dette forudsætter imidlertid en nærmere vurdering af, hvilke regler det er, man ønsker at beskytte, og dette spørgsmål behandles nærmere nedenfor afsnit 9.

Hvis harmonisering skal anvendes som middel mod omgåelse, skal det haves for øje, at andre medlemsstater måske ikke ser imødegåelse af omgåelse som harmoniseringens primære mål. Harmoniseringen af selskabsretten sker således særligt for at skabe ens beskyttelse af selskabsdeltagere, kreditorer, og andre interessegrupper knyttet til et selskab med det sigte at gøre betingelserne for grænseoverskridende samhandel, samarbejde og etableringer bedre. Imødegåelse af omgåelse har ikke hidtil været den centrale drivkraft i harmoniseringen, og derfor kan det være vanskeligt har få igangsat en harmonisering på dette grundlag. Det forhold, at en række medlemsstater anvender hovedsædeteorien, betyder, at disse medlemsstater ikke har problemer med omgåelse, og derfor er disse medlemsstater mindre interesseret i en harmonisering på dette grundlag.

For at imødegå omgåelse vil det være nødvendig med en harmonisering med høje minimumsstandarder og en forholdsvis høj detaljeringsgrad. Introduktionen at subsidaritetsprincippet og brugen af rammedirektiver taler imod en sådan harmonisering. Hertil komme, at mange lande de senere år har gennemgået en deregulering, som særligt har omfattet reglerne om de små selskaber, og dette taler også imod en sådan harmonisering.[83] Endelig omfatter harmoniseringen i EU indtil videre alene selskaber af aktie- og anpartsselskabstypen, men man kan forestille sig, at også andre selskabsformer kan bruges til omgåelse, og derfor vil denne harmonisering måske ikke helt løse problemet.

Det følger derfor, at man nok ikke skal forlade sig på, at omgåelsesproblemet kan løses i sin helhed ved harmoniseringen, men det udelukker ikke, at man kan løse det delvist ved på enkelte punkter at harmonisere minimumskravene.

9. Beskyttelsesværdige regler

Slutteligt skal det vurderes, hvilke regler der potentielt kan omgås, og dermed hvilke regler der er beskyttelsesværdige. Artiklen har hidtil alene berørt dette emnet sporadisk, idet den har taget udgangspunkt i problemet med at beskytte nationale kapitalkrav.

Hvis man skal imødegå omgåelse ved en regulering af 'pseudo-fremmede selskaber', som omtalt i afsnit 6 eller ved harmonisering, som omtalt i afsnit 8 er det nødvendigt at gøre sig klart, hvilke regler der er beskyttelsesværdige. Ved at se på de regler, der er medtaget i reguleringen af pseudo-fremmede selskaber, og som

---

[83] Jf. hertil *Mette Neville* i Paul Krüger Andersen (red): Selskabers organisation, 1997 s. 25 ff.

er foreslået harmoniseret, får man også et indtryk af, hvilke regler der kan betragtes som beskyttelsesværdige. Hvis en stat derimod anvender hovedsædeteorien, eller kravet om genuine link, er det ikke absolut nødvendigt at specificere, hvilke regler man ønsker at beskytte. Disse to former for regulering af omgåelsesproblemet beskytter således alle selskabsretlige regler uden af sondre efter deres beskyttelsesværdige karakter.

For at vurdere hvilke selskabsretlige regler, der er beskyttelsesværdige, er det nødvendigt at gøre sig klart, hvilken form for omgåelse man ønsker at imødegå.

Hvis man alene ønsker at imødegå omgåelsestilfælde, som svarer til det sagsforhold, der forelå i *Centros Limited-sagen,* er der formodentlig alene behov for at fokusere på de regler, der beskytter kreditorer og medarbejdere. De selskabsretlige regler, der tilsigter en beskyttelse af aktionærer, er i denne situation ikke beskyttelsesværdige, idet det er klart, at aktionærerne er (eller burde være) fuldt vidende om konsekvenserne ved at stifte et udenlandsk selskab. Den hollandske regulering af pseudo-fremmede selskaber fokuserer således alene på de regler, der skal sikre kreditorer og samhandelspartnere, og søger ikke at beskytte aktionærerne. Det kan undre, at man ikke har ønsket at beskytte medarbejdernes rettigheder, men forklaringen kan være, at man har vurderet, at de virksomheder, der vælger at stifte udenlandske selskaber, ikke er store nok til at blive omfattet af reglerne om medarbejderrepræsentation. En anden forklaring kan være, at det er vanskeligt at gennemføre krav om medarbejderrepræsentation i en regulering af pseudo-fremmede selskaber.[84]

I sit forslag til afgørelse i *Centros Limited-sagen* sætter generaladvokat *La Pergola* spørgsmålstegn ved kapitalkravenes betydning for beskyttelsen af kreditorerne. Han påpeger at minimumskapitalen hurtigt kan forsvinde. Endelig påpeges det, at selskabet Centros Limited ikke udgav sig for at være et dansk selskab, men har derimod udgivet sig for hvad det er - en filial af et engelsk selskab. I denne situation mente generaladvokaten, at kreditorerne kan varetage deres egne interesser ved at kræve sikkerhed eller lignende. Generaladvokatens anførelser er på linie med de nyere overvejelser om kapitalkravenes betydning, som bl.a. er behandlet af *Jan Andersson* i dennes bidrag til nærværende bog. Hidtil har kravene om en minimumskapital imidlertid i EU-regi været betragtet som en af hjørnestenene i den selskabsretlige kreditorbeskyttelse,[85] og det synes at vil kræve en større omlægning af den selskabsretlige regulering af ændre herpå. Derfor må det med den nuværende regulering være berettiget at betragte kapitalkravene som beskyttelsesværdige.

Hvis man derimod tilsigter en regulering, der skal forhindre den uheldige konkurrence mellem retssystemerne, der omtales som Delaware-effekten, er der er

---

[84] Jf. hertil *Boye Jacobsen* i Nordisk Tidsskrift for international ret 1976 s. 110.

[85] Jf. således også den i note 82 omtalte rapport, hvor kravet om en minimumskapital omtales som der "Eckstein der Kapitalschutzregeln der Zweiten Richtlinie."

flere regler, som kan betragtes som beskyttelsesværdige.[86] Som den ene yderlighed kan det anføres, at alle præceptive regler bør betragtes som beskyttelsesværdigt. Dette er imidlertid for vidtgående, idet det ikke er alle præceptive bestemmelser man behøver at håndhæve, blot fordi et udenlandsk selskab har tilknytning til landet.[87] Herover for ses bl.a. synspunktet forsvaret af *Romano,* hvorefter man ikke behøver beskytte nogen regler, idet fuld konkurrence mellem staterne i sidste ende sikre den bedste selskabslovgivning, jf. hertil bemærkningerne ovenfor afsnit 4.

Man bør nok forsøge at finde en løsning et sted midt imellem de ovennævnte synspunkter. Ligesom det er tilfældet med skattekonkurrence, (jf. afsnit 3 ovenfor) bør man sondre mellem positiv og skadelig konkurrence. Man bør derfor gøre sig klart, hvilke områder man med fordel kan udsætte for konkurrence, og dermed opnå en mere moderne og eksperimenterende selskabslovgivning, og hvilke områder af selskabslovgivningen man ikke kan acceptere udsættes for konkurrence. Når denne grænse skal trækkes, kan man i et vist omfang hente inspiration fra den amerikanske litteratur.

Den amerikanske 'internal affair doctrine' indebærer, at selskabets interne forhold altid bør reguleres af selskabslovgivningen i stiftelsesstaten. Inspireret heraf har det været foreslået, at man i EU skal acceptere en konkurrence mellem retssystemerne, når det gælder reglerne om selskabers interne forhold. Dette betyder bl.a., at man ikke bør fortsætte bestræbelserne på at få vedtaget forslaget til 5. selskabsdirektiv, idet dette i den foreliggende form vil harmonisere reglerne om aktieselskabers struktur.[88]

Denne løsning synes imidlertid ikke at være holdbar, hvis man i stedet fokuserer på, at det i den amerikanske litteratur har været hævdet, at det er selskabets ledelse, der har afgørende indflydelse på, hvor et selskab stiftes.[89] Denne synsvinkel indebærer, at man ikke accepterer, at ledelsen kan undgå de pligter og begrænsninger, der normalt påhviler den ved at stifte et udenlandsk selskab. Dette

---

86 Modsat *Bernhard Gomard*: Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, 1997 s. 127. *Gomard* anfører, at bortset fra de forskellige kapitalkrav spiller de forskelle, der består i selskabsretten i EU, næppe nogen væsentlig rolle for virksomhedernes valg af land, hvor de vil etablerere sig. Dette synspunkt indebærer, at der ikke er yderligere selskabsretlige regler, der har behov for beskyttelse

87 Den her omtalt problemstilling kan sammenlignes med diskussionen af, hvilke regler der er international præceptive, det vil sige at parterne er underlagt disse, uanset hvilket lands lov der i øvrigt anvendes på aftalen, jf. herved art. 7 i Lovvalgskonventionen fra 1980. Bortset fra at der er enighed om, at det ikke er alle præceptive regler, der har en sådan international præceptiv karakter, er reglens rækkevidde uklar, og der kan derfor ikke hentes inspiration til løsning af det i teksten behandlede problem. Om art. 7 i Lovvalgskonventionen se nærmere *Torben Svenné Schmidt*: International formueret, 1987 s. 171 ff.

88 Jf. *Wolfgang Schön* i Zeitsherift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 1996 s. 221 ff (særligt s. 239). En tilsvarende argumentation finder man hos *Philip*: Studier i den internationale selskabsrets teori, 1961 s. 151.

89 Dette var således det som *Cary* antog i sin artikel i 83, Yale Law Journal, 663-705 (1974).

indebærer særligt, at reglerne om ledelsens pligter og ansvar må beskyttes.[90] Men denne argumentation rækker videre endnu, idet det også har været antaget, at ledelsen vil vælge at stifte selskabet i det land, der har færrest regler om beskyttelse af minoritetsaktionærer. Derfor kan man yderligere argumentere for, at reglerne om stemmeret, interpellationsretten, reglerne om hvilke beslutninger der skal forelægges generalforsamlingen samt andre minoritetsbeskyttelsesregler bør beskyttes.[91]

Denne argumentation kan imidlertid udvides til også at omfatte reglerne om medarbejderrepræsentation. Det antages normalt, at ledelsen ønsker at undgå medarbejderrepræsentation, og derfor kan de formodes at stifte selskaber i lande, der ikke har krav herom.[92] Det er aldrig bevist, at det forholder sig sådan, men det er antaget af de tyske fagforeninger, hvilket er årsagen til, at man i årevis har forsøgt at harmonisere reglerne om medarbejderrepræsentation i EU.[93]

Endelig tyder de amerikanske erfaringer på, at valg af selskabslovgivning kan være bestemt af, hvilken lovgivning der giver ledelsen mest frihed til at beskytte sig mod en fjendtlig overtagelse.[94] Tager man hensyn hertil, vil endnu flere selskabsretlige bestemmelser være beskyttelsesværdig. Dette gælder reglerne om, hvilken frihed ledelsen har til at iværksætte defensive foranstaltninger under overtagelsen, reglerne om hvordan ledelsen vælges og afsættes mv. Det er dog ikke helt oplagt, at man i EU kan forestille sig en konkurrence på dette grundlag. I de europæiske lande er der således ikke den samme tradition for fjendtlige overtagelsesforsøg, og allerede derfor vil ledelsen nok ikke lade dette forhold være bestemmende. Dertil kommer, at det som nævnt i afsnit 4 er meget vanskeligt for eksisterende selskaber at blive omregistreret i EU, mens en 'reincorporation' er forholdsvis enkel i USA. Det betyder, at ledelsen i et amerikansk selskab, der frygter en fjendtlig overtagelse, kan skifte til en mere ledelsesvenlig lovgivning, mens en ledelse i et europæisk selskab ikke vil have tilsvarende muligheder.

---

[90] Derfor foreslog *Cary* der blev fastsat minimumsstandarder for ledlesens pligter og ansvar, jf. artiklen (note ovenfor) s. 701. Andre amerikanske jurister har foreslå at man i EU harmonisere reglerne om ledelsen pligter og ansvar for at undgå, at der indtræder uheldig konkurrence mellem medlemsstaterne, jf. herved *David Charny* i 32, Harvard International Law Journal, 423-456 (1991) (særligt s. 447) samt *Clark D. Stith* i 79, Georgetown Law Journal, 1581-1618 (1991) (særligt s. 1596).

[91] Jf. således *Stith* (note ovenfor), s. 1587 ff.

[92] Jf. *Cheffins*: Company Law: Theory, structure and operation, 1997 s. 449, *Gomard* i Bernitz & Wiklund (red): Nordiskt lagstiftningssamarbete i det nya Europa, 1996 s. 99 ff (særligt s. 107) og *Stith* (note 89), s. 1591.

[93] Se hertil bl.a. *Klaus J. Hopt* i Buxbaum, Hertig, Hirsch & Hopt (eds): European Economic and Business Law, 1996, s. 261 ff (særligt 274 f) samt *Engsig Sørensen* i Paul Krüger Andersen (red): Selskabers organisation, 1997 s. 91 ff (særligt 125 ff).

[94] Jf. hertil *Romano*: The Genius of American Corporate Law, 1993 s. 52 ff, *Hanno Merkt* i Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht 1995 s. 545 ff (særligt s. 556 f) samt *Kozyris* i Duke Law Journal, 1-99 (1985) (særligt s. 4 ff).

Endelig kan det ikke udelukkes, at en medlemsstat anlægge et bredere offentligretlig synspunkt og dermed forsvarer at beskytte endnu flere selskabsretlige regler.[95]

Som det fremgår, er der således en række selskabsretlige regler, som er beskyttelsesværdige, såfremt man ønsker at undgå, hvad der kan betegnes som skadelig konkurrence mellem retssystemerne på selskabsrettens område. Udover reglerne som beskytter selskabets kreditorer (bl.a. minimumskapitalkrav, kapitalbeskyttelsesregler samt regler om offentliggørelse mv.) og reglerne om beskyttelse af selskabets medarbejdere, kan man også argumentere for, at dele af reglerne om ledelsens pligter samt dele af minoritetsbeskyttelsesreglerne bør beskyttes.

10. Sammenfatning

Nærværende artikel har taget udgangspunkt i sagen om *Centros Limited,* men har ikke behandlet spørgsmålet om, hvad der er gældende dansk ret samt spørgsmålet om, hvordan etableringsreglerne muligvis begrænser medlemsstaternes muligheder for at imødegå omgåelse. Artiklen har alene beskæftiget sig med den mere generelle problemstilling om, hvordan man imødegår omgåelse. Det har herved vist sig, at der er udviklet forskellige modeller for, hvordan en sådan regulering kan udformes, og derfor kan der hentes en del inspiration i udlandet, hvis man herhjemme ønsker at revurdere den eksisterende regulering på området.

Det er dog klart, at EF-Domstolens og efterfølgende Højesterets afgørelse i *Centros Limited* får stor betydning for, om Danmark ønsker at tage sin politik til at imødegå omgåelse af de selskabsretlige regler op til overvejelse. Et andet forhold som vil få betydning for, om der er behov for en revurdering, er omfanget af den omgåelse der sker. Hvis der alene er enkelte eksempler på en sådan omgåelse, er der måske ikke grundlag for en større revision. I sin rapport fra 1996 om virksomhedsflytningen nævner Europa-Parlamentet, at der savnes data vedrørende virksomhedsflytninger, og dette kan måske forklare, hvorfor problemet ikke tidligere har haft så central en rolle i EU.[96] Til dato synes det kun at være oplysningerne fra det hollandske justitsministerium, der har sat præcise tal på omfanget af omgåelsesproblemet, og disse tal synes at være foruroligende, jf. hertil afsnit 6. Derfor bør en evt. revurdering starte med at sætte tal på omfanget af omgåelsesproblemet.

De forskellige reguleringsmodeller viser, at der er en række principielle spørgsmål, man må tage stilling til i forbindelse med udformningen af en sådan regulering:

---

[95] Jf. således den meget brede formulering af beskyttelseværdige regler hos *Latty* i 65, Yale Law Journal, 137-173 (1955) (særligt s. 160 "...reveal a strong legislative policy") og på linie hermed *Kaplan* i 21, Vanderbilt Law Review, 433-481 (1968).

[96] Jf. Europa-Parlamentets beslutning omtalt note 71.

1. Man skal bestemme, hvilke objektive kriterier man skal anvende for at fastlægge, hvilke udenlandske selskaber man vil underkaste reguleringen. Gennemgangen har vist, at man kan anvende forskellige kriterier, herunder 1) selskabets hovedsæde, 2) selskabets hovedaktivitet, 3) hvor flertallet af selskabets aktionærer befinder sig, 4) om selskabet har nogen reel tilknytning til stiftelsesstaten eller 5) om selskabet har alle tilknytninger til samme stat.

   Det er klart, at valget af kriterium har betydning for, hvor mange selskaber man underlægger regulering, og valget afhænger derfor også af, hvilke sanktioner man knytter til reguleringen, jf. nedenfor. Knytter man meget vidtgående sanktioner, bør man begrænse reguleringen til klare omgåelsestilfælde, dvs. kriterierne 4) eller 5).

2. Man skal tage stilling til, om der kræves omgåelseshensigt, eller om man lader sig nøje med det ovennævnte objektive kriterium. Kravet om omgåelseshensigt er formodentligt vanskeligt at håndtere i praksis og bør derfor undgås.

3. Man skal beslutte, hvilken sanktion der skal knyttes til reguleringen. Her står valget mellem at indrette reguleringen så den tillader, at det udenlandske selskab indretter sig på at opfylde de regler, man frygter omgået (dvs. en regulering af pseudo-fremmede selskaber) eller om man vil knyttet mere vidtgående sanktioner så som ugyldighed eller opløsning til omgåelsestilfældene.

4. Det skal bestemmes, hvilke regler man vil hindre omgået. Såfremt man alene ønsker at beskytte enkelte regler i selskabslovgivningen, bør valget af reguleringsmetode være bestemt heraf. Såfremt man eksempelvis i Danmark alene ønsker at hindre omgåelse af kapitalkravene, bør man overveje at vælge en anden metode end den eksisterende. Centros Limited ville således efter den eksisterende praksis ikke havde fået lov at registrere en filial i Danmark, selv om den havde haft en indbetalt kapital på en million kroner.

5. En stat skal beslutte, om den vil udarbejde sin egen regulering eller satse på at løse problemet i EU-regi. Man kan tænke sig, at en stat udover at have sin egen regulering sideløbende arbejder på en harmonisering. Dette vil indebære, at efterhånden som forskellige områder harmoniseres, vil disse skulle udgå af den nationale regulering af omgåelsesproblemet.

Trekantfusjoner
En særnorsk transaksjonstype

af

førsteamanuensis dr.juris Johan Giertsen
Universitetet i Bergen

1. Innledning

En aksjeselskapsrettslig fusjon skjer ved at det overdragende selskapets eiendeler, rettigheter og forpliktelser overføres i sin helhet til det overtakende selskapet. Vederlaget ytes til aksjeeierne i det overdragende selskapet.Vederlaget består normalt av aksjer i det overtakende selskapet, eventuelt aksjer med et tillegg i kontanter eller annet som ikke må overstige 20% av det samlede vederlaget.[1] I 1985 åpnet den norske lovgiveren adgang for en alternativ fusjonsmåte i visse konsernforhold, ved at vederlaget i stedet kunne bestå av aksjer i det overtakende selskapets morselskap.[2] Det blir i så fall minst tre involverte selskaper. Dette er det overdragende selskapet, det overtakende selskapet og sistnevntes morselskap som

---

[1] Begrensningen på 20% er særnorsk. I Danmark, Finland og Sverige er det selskapsrettslig avtalefrihet når det gjelder vederlaget; om dette skal være aksjer, aksjer og kontanter eller bare kontanter. Se ASL §§ 134a nr. 3 og 136, stk. 2 (Danmark), ABL 14:1 (Sverige) og FABL 14:1 og 14a:1 (Finland).

[2] Bakgrunnen var en henvendelse fra Norges Industriforbund til Justisdepartementet. Forbundet pekte på at når et selskap skal fusjoneres inn i et konsern, "vil det ofte være hensiktsmessig at et av datterselskapene overtar det utenforstående selskaps eiendeler og virksomhet". For aksjeeierne i sistnevnte selskap "vil det normalt bare være aktuelt å motta aksjer i hovedselskapet i konsernet". Industriforbundet foreslo derfor at ved fusjon med datterselskap kunne et morselskap på visse vilkår yte vederlaget. Forslaget ble tiltrådt. Se forarbeidene, Ot.prp. 72 (1984-85) s. 8-10. Industriforbundets henvendelse bygget særlig på at morselskapet er et eier- eller administrasjonsselskap, men bestemmelsen ble ikke begrenset til slike tilfeller.

yter vederlaget, en "trekantfusjon".[3] Disse hovedlinjene er ført videre i de nye norske aksjelovene, aksjeloven og allmennaksjeloven av 1997 (asl./asal. § 13-2).[4]

Asl./asal. §§ 13-2 annet ledd første pkt., lyder slik:

"Tilhører det overtakende selskapet et konsern, og har ett eller flere av konsernselskapene samlet mer enn 90 prosent av både aksjene og stemmene på generalforsamlingen i det overtakende selskapet, kan vederlaget i aksjer i stedet være aksjer i morselskapet, eller aksjer i et annet datterselskap hvor morselskapet alene eller gjennom datterselskap har mer enn 90 prosent av både aksjene og stemmene på generalforsamlingen." Bestemmelsen fikk sin nåværende ordlyd etter en endring av aksje- og allmennaksjeloven ved lov 26. juni 1998 nr. 46.

Bestemmelsen angir to kumulative vilkår for at vederlaget skal ytes av et annet selskap enn det overtakende. For det første må det overtakende selskapet tilhøre et "konsern". For det andre må "ett eller flere av konsernselskapene samlet" ha "mer enn 90 prosent av både aksjene og stemmene på generalforsamlingen i det overtakende selskapet". Er disse vilkårene innfridd, kan vederlaget ytes av det overtakende selskapets morselskap, eller et annet datterselskap hvis morselskapet alene eller gjennom datterselskap har mer enn 90 prosent kapital- og stemmestyrke som nevnt.

Det er få spesialregler for trekantfusjoner. De alminnelige reglene om fusjon må i hovedsak anvendes så langt de passer. Norges forpliktelser etter EØS-avtalen har medført at disse reglene nå i stor grad er basert på fusjonsdirektivet. Hverken dette direktivet eller dansk, finsk, svensk eller tysk rett har regler om trekantfusjoner. Selv om disse trekantdisposisjonene faller utenfor direktivene, kunne det ha blitt en omgåelse av Norges forpliktelser etter EØS-avtalen hvis direktivenes vern av aksjeeiere, kreditorer m.fl. ikke hadde blitt gjort gjeldende i disse tilfellene.

2. Når er en trekantfusjon hensiktsmessig?

En trekantfusjon kan være naturlig i minst tre typetilfeller. Dette er for det første innfusjonering i et konsern der morselskapet er et "holding"-selskap, som eier datterselskaper der virksomheten blir utøvet. Det overdragende selskapet kan innfusjoneres i det datterselskapet hvis virksomhet er slik at dette er hensiktsmessig. Dessuten kan aksjeeierne i det overdragende selskapet foretrekke å få del i verdiutviklingen i konsernet som helhet, og ikke bare bli aksjeeiere i datterselskapet.

For det andre kan en trekantfusjon være naturlig ved innfusjonering av et overdragende selskap som er vesentlig større enn det overtakende datterselskapet. En

---

[3] Det norske Justisdepartementet bruker betegnelsen "konsernfusjon", se f.eks. Ot.prp. 44 (1997-98). Dette begrepet skaper en risiko for sammenblanding med fusjoner der overdragende og overtakende selskap inngår i samme konsern, f.eks. særreglene om fusjon mellom mor- og heleid datterselskap (asl. § 13-23 og asal. § 13-24). Jeg foretrekker betegnelsen "trekantfusjon".

[4] Aksjeloven regulerer de norske "aksjeselskaper", som i hovedtrekk svarer til "anpartsselskaber" etter dansk rett og "privata aktiebolag" etter svensk og finsk rett. Allmennaksjeloven regulerer "allmennaksjeselskapene". Disse svarer i hovedtrekk til "aktieselskaber" etter dansk rett og "publika aktiebolag" etter svensk og finsk. Se nærmere *Krüger Andersen (red.)*: Selskabers organisation s. 9 flg.

vanlig fusjon med vederlagsaksjer fra datterselskapet vil kunne bryte konsernforholdet, fordi morselskapet kan komme i mindretall. Hvis morselskapet ikke ønsker dette, er en trekantfusjon en mulighet.

For det tredje er trekantfusjon en mulighet hvis det er legale skranker for en sammenslåing. Den norske banklovgivningen er et eksempel. Finansdepartementet vil neppe gi konsesjon til en fusjon mellom en bank og et forsikringsselskap. Hvis en bank skal innfusjoneres i et annet finanskonsern, kan derfor en trekantfusjon bli påkrevd, med sikte på at bankvirksomhet og annen virksomhet (eks. forsikring) skal utøves av ulike datterselskaper.

3. Konserntilknytning

Skal en trekantfusjon gjennomføres, må det overtakende selskapet "tilhøre" et konsern (asl./asal. § 13-2 annet ledd første pkt.). Konsernbegrepet svarer til aksje- og allmennaksjelovens alminnelige konsernbegrep, asl./asal. § 1-3. Et (allmenn)aksjeselskap "er et morselskap hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer ... har bestemmende innflytelse over et annet selskap" (asl./asal. § 1-3 annet ledd første pkt.). Konsernbegrepet i aksje- og allmennaksjeloven er nå søkt tilpasset konsernregnskapsdirektivet.[5] Denne tilpasningen i dansk rett trådte i kraft i 1991. Danske kilder knyttet til konserndefinisjonen har derfor (betydelig) interesse også for norsk rett.[6]

Konsernbegrepet i aksje- og allmennaksjeloven § 1-3 forutsetter at et aksje- eller allmennaksjeselskap er morselskap. Er dette ikke tilfellet, kan en trekantfusjon ikke gjennomføres. I et konsern kan det være underkonserner.[7] Omfattes underkonsernet av aksje- eller allmennaksjeloven, men ikke hovedkonsernet, kan et annet aksje- eller allmennaksjeselskap i underkonsernet yte vederlagsaksjene.

Konsernbegrepet forutsetter at morselskapet er et norsk aksje- eller allmennaksjeselskap. Visse regler om datterselskap gjelder også for datterselskap med utenlandsk morselskap, asl./asal. § 1-4 annet ledd. Bestemmelsene om fusjon er

---

5 EF-selskapsretten har ingen alminnelig konserndefinisjon. *Friis Hansen:* Europæisk koncernret s. 245-247 redegjør for årsakene til at utkastet til et niende selskapsrettsdirektiv om konserner ennå ikke er vedtatt. Konsernregnskapsdirektivet inneholder for sitt område et konsernbegrep, se Friis Hansen: op.cit. s. 370-372 om dette. Dette begrepet er lagt til grunn i den nye norske regnskapsloven, se rskl. § 1-3, jfr. forarbeidene NOU 1995: 30 s. 112-113 og Ot.prp. 42 (1997-98) s. 153 flg. Sammenhengen mellom regnskaps- og skatteretten tilsa ifølge Aksjelovutvalget "at det regnskapsrettslige konsernbegrep bør ligge så tett opp til det selskapsrettslige som mulig". Se NOU 1996: 3 s. 8687, jfr. s. 102-103.

6 Se særlig *Krüger Andersen:* Koncernret s. 329 flg. Se ellers *Friis Hansen:* Europæisk koncernret s. 308 flg., *Gomard:* Aktieselskaber s. 90 flg., *Gomard* i Festskrift Strömholm s. 259 flg., *Werlauff:* Koncernretten s. 15 flg. og *Werlauff:* Selskabsret s. 674 flg. Anvendes danske kilder for å fastlegge konserndefinisjonen i den norske aksje- og allmennaksjeloven, må man være oppmerksom på at det er noen få nyanser mellom lovtekstene i de to landene.

7 *Krüger Andersen:* Koncernret s. 362-364.

ikke med i denne oppregningen. Er morselskapet utenlandsk, kan vederlaget derfor ikke ytes av et annet selskap enn det overtakende.

4. "ett eller flere av konsernselskapene [må] samlet [ha] mer enn 90 prosent av både aksjene og stemmene" i overtakende selskap

Skal en trekantfusjon gjennomføres, er det ikke tilstrekkelig at det overtakende selskapet tilhører et konsern. Aksje- og allmennaksjeloven krever dessuten at morselskapet har en kvalifisert eierposisjon. Etter lovendringen i 1985 måtte morselskapet være eier av "mer enn ni tideler av aksjene i det overtakende selskap og [ha] en tilsvarende del av de stemmer som [kunne] avgis på generalforsamlingen". Selv om det ikke fulgte av ordlyden, ble det lagt til grunn at kravet om mer enn 90% også kunne oppfylles ved aksjer eiet av morselskapet sammen med eller via et annet datterselskap enn det overtakende selskapet.[8] Dette fremgår klart av 1997-lovene, hvoretter "ett eller flere av konsernselskapene samlet" må ha "mer enn" 90% kapital- og stemmestyrke i det overtakende selskapet (asl./asal. § 13-2 annet ledd første pkt.). Vilkåret om både kapital- og stemmestyrke på mer enn 90% får selvstendig betydning hvis stemmeretten ikke er likt fordelt på aksjene. Det er ikke nok å eie 99% av aksjene hvis den siste 1% har 10% eller mer av stemmene.[9]

Hverken lovteksten eller forarbeidene avklarer spørsmålet om på hvilket tidspunkt konsernforholdet og eierposisjonen på 90% må foreligge. Alternativene er styrenes inngåelse av fusjonsplanen, tidspunktet for generalforsamlingenes godkjenning eller ikrafttredelsen. Styrene i de deltakende selskapene må fastsette vederlaget - bl.a. hvilket selskap som skal yte dette - når planen blir utarbeidet. Konsernet må derfor være etablert når styrene inngår planen, og må bestå til fusjonen er trådt i kraft. Det samme må gjelde for kravet om mer enn 90% kapital- og stemmeflertall.

5. Vederlag fra mor- eller datterselskap

Dersom morselskapet har mer enn 90% eierposisjon som nevnt, oppstår spørsmålet om hvilke selskaper som kan yte vederlagsaksjene. Aksjene kan for det første ytes av "morselskapet" til det overtakende datterselskapet (asl./asal. §§ 13-2 annet ledd og 14-2 tredje ledd, begges første pkt.).

Etter lovendringen i 1985 kunne aksjene bare ytes av morselskapet. Dette er nå utvidet til "annet datterselskap". Kravet om mer enn 90 prosent kapital- og stemmestyrke gjelder både i relasjon til det overtakende datterselskapet og det "annet

---

[8] *Andenæs:* Aksjeselskapsrett 2. utg. s. 405 samt *Liland:* Fusjon s. 18-19.

[9] *Bråthen:* Personklausuler s. 423 flg., s. 441 flg. og s. 580 flg. drøfter ulike former for regulering av stemmeretten.

datterselskap" som yter aksjene. Ordene "annet datterselskap" sikter ikke bare til et aksje- eller allmennaksjeselskap som er direkte eiet av det overtakende datterselskapets morselskap. Et datterselskap lengre nede i konsernkjeden kan også yte vederlagsaksjene. Hvis det i et konsern er mange aksje- eller allmennaksjeselskaper, blir valgfriheten stor når det gjelder hvilket selskap som skal yte vederlaget.

6. "Fordringsmodellen" som grunnlag for å yte vederlagsaksjene

6.1. Innledning

Hvis vederlaget skal ytes av "morselskapet" eller "et annet datterselskap", er tre alternativer mulige for hvordan dette selskapet skal yte disse aksjene; kapitalforhøyelse ved nytegning, kapitalforhøyelse ved fondsemisjon, eller bruke en beholdning av egne aksjer. Når det i 1985 ble åpnet for trekantfusjoner, pekte lovgiveren på fondsemisjon som en mulighet.[10] En fondsemisjon kan dekkes "ved overføring til aksjekapitalen fra overkursfondet ... og fra fri egenkapital" (asl./asal. § 10-20 første ledd første pkt.). Etter den tidligere norske aksjeloven av 1976 kunne en fondsemisjon også dekkes ved "beløp fremkommet ved oppskrivning av et anleggsmiddel" (asl. 1976 § 4-10 første ledd). Oppskrivning av morselskapets aksjer i datterselskapet var nærliggende. Bakgrunnen var at formuesveksten i det overtakende selskapet p.g.a. fusjonen kunne medføre en verdi på disse aksjene som "vesentlig [oversteg] det beløp" aksjene var oppført med i morselskapets balanse (asl. 1976 § 11-10 fjerde ledd). Adgangen til oppskrivning opphørte for norsk rett ved regnskapsloven av 1998.[11]

Lovteksten åpner nå bare for nytegning, se asl./asal. § 13-2 annet ledd annet og tredje pkt.:

"Kapitalforhøyelsen i morselskapet eller datterselskapet kan gjennomføres ved at en fordring som utstedes av det overtakende selskapet, og som tilsvarer den egenkapitalen det overtakende selskapet tilføres ved fusjonen, nyttes som aksjeinnskudd. Fordringen står tilbake for det overtakende selskapets øvrige fordringshavere."

Jeg vil nå i hovedsak forutsette at vederlagsaksjene ytes av morselskapet. Det blir tungvint å konsekvent skrive morselskapet eller "et annet datterselskap". En felles betegnelse på selskapet som yter vederlaget ved en trekantfusjon - enten dette er morselskapet eller et "annet datterselskap - er "det vederlagsutstedende selskapet".

Det overtakende datterselskapet utsteder en fordring med seg selv som debitor og morselskapet som kreditor. Fordringens grunnlag er ikke omhandlet i lovteksten eller forarbeidene, men må være en avtale mellom mor- og datterselskapet. Likeledes må det vederlagsutstedende (mor)selskapet inngå en avtale med det overdragende selskapet, og påta seg en plikt til å yte vederlaget til sistnevnte selskaps aksjeeiere.

Fordringen er et aksjeinnskudd i morselskapet, derav betegnelsen "fordringsmodellen". Lovgiveren har lagt til grunn at denne modellen gir den riktigste be-

---

[10] Ot.prp. 72 (1984-85) s. 9.

[11] Se forarbeidene, NOU 1995: 30 s. 64 og Ot.prp. 42 (1997-98) s. 120.

skrivelsen av den økonomiske realiteten i en trekantfusjon.[12] Fordringen skal svare til egenkapitalen som det overtakende datterselskapet erverver. Fusjonen vil derfor i prinsippet ikke endre dette selskapets verdi. Et beløp tilsvarende det overdragende selskapets egenkapital blir tilført morselskapet ved fordringen. Denne kapitaltilførselen gir grunnlaget for aksjeutstedelsen.

6.2. Fordringen som aksjeinnskudd

Fordringen er et tingsinnskudd i morselskapet. Reglene som skal bidra til at tingsinnskudd gir reell dekning for kapitalforhøyelsen, vil dermed gjelde. Dette er særlig asl./asal. § 2-6, jfr. § 10-2[13]. Revisor skal bekrefte at et tingsinnskudd "har en *verdi* som minst svarer til det avtalte vederlaget, herunder pålydende av de aksjer som skal utstedes som vederlag, med tillegg av eventuell overkurs" (min kursivering), se asl./asal. § 2-6 første ledd nr. 4.[14] Revisor må bekrefte at verdien av fordringen minst svarer til pålydende av vederlagsaksjene samt eventuell overkurs.[15] Verdibegrepet i denne bestemmelsen svarer til virkelig verdi.

Revisor må gi "opplysning om de prinsipper som er fulgt ved vurderingen av de eiendeler [fordringen] selskapet skal overta", asl./asal. § 2-6 første ledd nr. 2. Kravet i aksje- og allmennaksjelovens forarbeider om en redegjørelse for "de forutsetninger ... skjønnet hviler på", og kravet i regnskapslovens forarbeider om en "nøye" vurdering når partene er nærstående, kan medføre at revisor i visse tilfeller må opplyse hvilke momenter som er vektlagt ved verdsettelsen og hvordan disse er avveiet.[16] Slike momenter er datterselskapets formuesstilling og fremtidsutsikter, etterprioriteringen og eventuell rentefrihet. Fordringens pålydende skal tilsvare "den egenkapitalen det overtakende [datter]selskapet tilføres ved fusjonen" (asl./asal. § 13-2 annet ledd annet pkt.). Hvis virkelig verdi p.g.a. etterprioriteringen, rentefrihet og/eller andre verdiminus er lavere enn pålydende, kan man risikere at morselskapet ikke anses for å ha ervervet en verdi som gir grunnlag for å yte det nødvendige antall vederlagsaksjer.

---

[12] Dette gjelder både Justisdepartementet som selskapslovgiver og Finansdepartementet som regnskapslovgiver. Se Ot.prp. 44 (1997-98) s. 17 flg. og Ot.prp. 42 (1997-98) s. 146, jfr. NOU 1995: 30 s. 161.

[13] Ot.prp. 44 (1997-98) s. 19.

[14] Etter aksjeloven skal stifterne sørge for at denne redegjørelsen blir utarbeidet, eventuelt styret ved en kapitalforhøyelse. Redegjørelsen skal bekreftes av revisor, se asl. §§ 26 annet ledd og 10-2 tredje ledd. Etter allmennaksjeloven skal stifterne, eventuelt styret ved en kapitalforhøyelse, "sørge for at redegjørelsen blir utarbeidet av én eller flere uavhengige sakkyndige". Som slik sakkyndig skal brukes "en statsautorisert eller registrert revisor", se asal. §§ 2-6 annet ledd og 10-2 tredje ledd.

[15] NOU 1996: 3 s. 109.

[16] Se forarbeidene til aksje- og allmennaksjeloven, NOU 1996: 3 s. 109; og til regnskapsloven, NOU 1995: 30 s. 64: "Ved transaksjoner mellom nærstående parter må det vurderes nøye ... om [transaksjonen] gjennomføres til markedspris."

6.3. Forholdet mellom fordringsmodellen og andre aksjeselskapsrettslige regler

Asl./asal. § 3-4 fastsetter at et (allmenn)aksjeselskap "skal til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet". Begrepet "egenkapital" sikter etter forarbeidene til virkelig, ikke bokført, kapital.[17] Et mulig problem i forhold til dette forsvarlighetskravet kan oppstå fordi fordringsmodellen medfører at det overtakende datterselskapets virkelige egenkapital ikke øker, men totalkapitalen og virksomheten øker vesentlig.

Asl./asal. § 8-10 forbyr et (allmenn)aksjeselskap å "stille midler til rådighet eller yte lån ... i forbindelse med erverv av aksjer i selskapet, eller av aksjer ... i et annet selskap i samme konsern".[18] "Fordringsmodellen" medfører at morselskapet som yter aksjene blir kreditor med et datterselskap som debitor. Dette dekkes trolig av alternativet "lån", og i hvert fall av alternativet "stille midler til rådighet". Gjelden stiftes "i forbindelse med erverv av aksjer" i morselskapet. Fordringsmodellen er derfor et unntak fra dette forbudet.

Fordringsmodellen kan medføre et kapitaluttak fra det overtakende datterselskapet som ikke harmonerer med de øvrige reglene om fusjon. Bakgrunnen er at fordi fordringen skal tilsvare "den egenkapitalen det overtakende datterselskapet tilføres", kan fusjonen for dette selskapet få samme økonomiske virkning som et kjøp av det overdragende selskapet. Datterselskapet erverver f.eks. overdragende selskaps nettoformue på kr. 1 mill., morselskapet yter vederlagsaksjer for dette beløpet, og morselskapet erverver en fordring på datterselskapet på samme beløp. Når det gjelder fusjonens økonomiske virkning for det overtakende datterselskapet, blir det en forskjell mellom trekantfusjoner og andre fusjoner. Ved en trekantfusjon erverver det overtakende datterselskapet et beløp tilsvarende egenkapitalen i det overdragende selskapet. Samtidig stiftes fordringen. Det overtakende datterselskapet får dermed ingen netto kapitaltilførsel. Skjer fusjonen på vanlig måte - overtakende selskap yter vederlaget - vil grensen på 20% tilleggsvederlag hindre at en fusjon reelt blir et kjøp, og selskapet får en netto kapitaltilførsel.[19] Ervervet av en slik nettoformue har i norsk rett tradisjonelt vært ansett som et motstykke til at kreditorene i det overdragende selskapet ikke kan påberope vanlige regler om debitor-

---

[17] NOU 1996:3 s. 102 og Ot.prp. 23 (1996-97) s. 52.

[18] Jfr. det i hovedsak tilsvarende danske forbudet i ASL § 115, stk. 2. Det svenske forbudet, ABL 12:7 3 st, jfr. 6 st, rammer kun "penninglån" og sikkerhetsstillelse. Alternativet "stille midler til rådighet" (eller en lignende formulering) er ikke inntatt i den svenske lovteksten.

[19] Justisdepartementet fremhevet i forarbeidene til både aksjeloven av 1976 samt aksjeloven og allmennaksjeloven av 1997 kreditorvernet som begrunnelse for å begrense kontantuttaket til maks. 20 prosent av det samlede vederlaget. Se Ot.prp. 19 (1974-75) s. 200: Forutsetningen for at det overdragende selskapet overfører sine forpliktelser "synes mer eller mindre å falle bort om aksjeeierne kan trekke ut sine innskott" hvis "vederlaget helt ut skal bestå av penger". En trekantfusjon der det overtakende datterselskapet påheftes en fordring svarende til nettoformuen i det overdragende selskapet vil for datterselskapet i hovedsak ha samme økonomiske effekt som en fusjon der det overtakende selskapet yter et 100% kontantvederlag. Se også Ot.prp. 23 (1996-97) s. 113.

skifte.[20] Ved en trekantfusjon er det morselskapet som erverver denne nettoformuen (fordringen som tilsvarer egenkapitalen i det overdragende selskapet minus et mulig tilleggsvederlag). Kreditorene i det overdragende selskapet kan imidlertid ikke holde seg til morselskapet. Hvorvidt dette vil medføre flere tilfeller av kreditorinnsigelser ved trekantfusjoner, f.eks. at en kreditor krever garanti fra morselskapet for å akseptere fusjonen, gjenstår å se når disse reglene har virket noen tid i praksis.

Betaling av fordringen kan realisere den risiko for kreditorene i det overdragende selskapet som fordringsmodellen kan innebære; at fusjonen for det overtakende selskapet reelt er et kjøp, som medfører et vesentlig større kontantuttak fra dette selskapet enn om det overtakende selskapet selv hadde ytet fusjonsvederlaget (der 20%-grensen for tilleggsvederlaget gjelder). Denne risikoen burde ha vært vurdert kompensert ved særregler. En slik regel kunne ha vært at innfrielse av fordringen utenfor konkurs bare kan skje etter et kreditorvarsel.[21]

---

[20] I forarbeidene til fordringsmodellen, Ot.prp. 44 (1997-98) s. 19, fremhevet Justisdepartementet "at det [ikke] kan reises avgjørende innvendinger" mot denne fusjons- og fisjonstypen overfor datterselskapets kreditorer, fordi "det ... ikke finner sted noen endring av verdiene i datterselskapet". Et 100% kontantvederlag vil heller ikke medføre at en slik verdiendring finner sted, men dette har (hittil) ikke vært tilstrekkelig til at departementet har villet akseptere dette.

[21] Undertegnede rettet en slik oppfordring til det norske Stortingets justiskomite i *Giertsen* i Juristkontakt 4/98 s. 26-28. Komiteen drøftet ikke dette problemet i sin innstilling, se Innst.O. 57 (1997-98) s. 4-5.

Litteratur, forkortelser

ABL
Aktiebolagslagen (1975:1385)

Andenæs: Aksjeselskapsrett 2. utg.
Mads Henry Andenæs: *Aksjeselskapsrett.* 2. utgave. Oslo 1992

asal.
lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) 13. juni 1997 nr. 45
ikrafttreden 1. januar 1999, jfr. kgl.res. 17. juli 1998 nr. 616

ASL
Lov om aktieselskaber. Nr. 370. 13. juni 1973

asl.
lov om aksjeselskaper (aksjeloven) 13. juni 1997 nr. 44
ikrafttreden 1. januar 1999, jfr. kgl.res. 17. juli 1998 nr. 615

asl. 1976
lov om aksjeselskaper 4. juni 1976 nr. 59
opphevet ved lov 13. juni 1997 nr. 44

Bråthen: Personklausuler
Tore Bråthen: *Personklausuler i aksjeselskaper. Om vedtektsmessig regulering av aksjonærenes disposisjons- og forvaltningsrettigheter ved krav til deres egenskaper m.v.* Oslo 1996

FABL
Lag om aktiebolag 29.9.1978/734

Giertsen i Juristkontakt 4/98
Johan Giertsen: "*Fordringsmodellen*" *ved trekantfusjon - svekket kreditorvern?* Tidsskriftet *Juristkontakt* 4/1998. s. 26-28

Gomard: Aktieselskaber
Bernhard Gomard: *Aktieselskaber og anpartsselskaber.* 3. omarbejdede udgave. København 1996

Gomard i Festskrift Strömholm
Bernhard Gomard: Koncernretten i Danmark. I *Festskrift till Stig Strömholm I* s. 259-279. Uppsala 1997

Friis Hansen: Europæisk koncernret

Søren Friis Hansen: *Europæisk koncernret. Bør koncernretten reformeres og kodificeres ?* København 1996

Krüger Andersen (red.): Selskabers organisation
Paul Krüger Andersen (red.): *Selskabers organisation - Nye tendenser i skandinavisk selskabsret (2).* 220-263. København 1997

Liland: Fusjon av selskaper
Anders H. Liland: *Fusjon av selskaper. En fremstilling av selskaps-, skatte- og regnskapsrettslige regler.* Oslo 1992

rskl.
lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven) 17. juli 1998 nr. 56
ikrafttreden 1. januar 1999, jfr. rskl. § 9-2

Werlauff: Koncernretten
Erik Werlauff: *Koncernretten. Juridiske grundprincipper for danske og internationale koncerner.* København 1996

Werlauff: Selskabsret
Erik Werlauff: *Selskabsret.* 3. udgave. København 1997

Egenkapitalen i regnskabs- og revisionsmæssig belysning

af

statsautoriseret revisor Aksel Runge Johansen, KPMG C. Jespersen

Disposition:

I. Indledning
   a. Definition af egenkapital
   b. Solvens
   c. Kapitaltab
II. Opgørelse af egenkapitalen, oplysningskrav
   a. Generelt - Bunden/fri egenkapital
   b. Opstilling
   c. Valgmuligheder m.h.t. værdiansættelse af poster
   d. Skepsis knyttet til den i regnskabet viste egenkapital
   e. Et retvisende billede
III. De enkelte egenkapitalposter
   a. Selskabskapital
   b. Overkurs ved emission
   c. Opskrivningshenlæggelser
   d. Reserver
      1) Generelt
      2) Reserve for nettoopskrivning efter den indre værdis metode
      3) Reserve for egne aktier eller anparter
      4) Øvrige lovpligtige henlæggelser
      5) Vedtægtsmæssige henlæggelser
      6) Andre henlæggelser
   e. Overført overskud eller underskud
IV. Koncernegenkapital
   a. Generelt
   b. Særlige reserver i koncernegenkapitalen
   c. Minoritetsinteresser

d. Aktivering eller straksafskrivning af koncerngoodwill
e. Kritik af straksafskrivning
f. Obligatorisk aktivering og afskrivning af koncerngoodwill, herunder levetid for koncerngoodwill
g. Resterende negative forskelsbeløb, badwill
VI. Ansvarlig indskuds- eller lånekapital
VII. Revision af egenkapitalen
a. Selskabsrevisors opgave
b. God revisionsskik
c. Koncernrevisor
d. Revisionens formål
e. Going concern - ledelsens rolle
f. Going concern - revisors rolle
g. Nordisk Fjer-dommen
h. Konfliktsituationer
i. Konkluderende bemærkninger
VIII. Forkortelser

I. Indledning

a. Definition af egenkapital

Det er ikke så ofte, egenkapitalen gøres til genstand for analyse og kritisk vurdering, det være sig som begreb eller som specifik regnskabspost.

Udgangspunktet for den regnskabsmæssige opgørelse af egenkapitalen er stadig det historiske kostprisprincip for værdiansættelse, selv om det er mere end 500 år gammelt, og uanset en vedholdende kritik og utallige forsøg på at etablere et brugbart alternativ.

I ÅRL giver regnskabsskemaerne anvisning på, hvilke regnskabsposter, der må eller snarere skal indgå i egenkapitalen, og ÅRL foreskriver også, at virksomhederne angiver egenkapitalen i balancen både med et sumtal og specificeret på enkeltposter. Desuden skal udviklingen siden sidste årsregnskab beskrives i en note. Børsnoterede selskaber skal beskrive udviklingen i egenkapitalen halvårsvis. Det samme gælder for statslige aktieselskaber.

Når både størrelsen af og udviklingen i egenkapitalen i et årsregnskab bør beskrives så korrekt som muligt, har det sammenhæng med, at egenkapitalen indgår i bedømmelse af en virksomheds økonomiske stilling. Egenkapitalen benyttes ved mÅling af en række af virksomhedens centrale nøgletal, f.eks. egenkapitalforrentningen (resultat i forhold til egenkapital primo/ultimo), soliditetsgraden (forholdet mellem egenkapital og aktivernes sum) samt gearingen (forholdet mellem langfristet gæld og egenkapital).

ÅRLs krav om, at regnskabet skal give et retvisende billede, er i høj grad rettet mod egenkapitalen.

Men en præcis definition af egenkapitalen findes ikke i direktiverne eller i lovgivningen.

IASC Framework definerer egenkapitalen i afsnit 49, litra c:

Egenkapital er den forskelsværdi, der fremkommer, når man fra alle virksomhedens aktiver fratrækker alle dens gældsposter.

Egenkapitalen er efter denne definition et restbeløb, en residualpost.

I mangel af en klar definition må det være sådan, at Framework«s definition får relevans også i dansk regnskabspraksis. Men både ud fra juridiske og regnskabsteoretiske synsvinkler er det utilfredsstillende, at der ikke i lovgivningen findes en definition pÅ et så vigtigt element i et regnskab, som egenkapitalen er.

b. Solvens

Der er ikke bestemmelser i ÅRL, som forhindrer aflæggelse af et årsregnskab med negativ egenkapital. Men der er i så fald en indikation for, at ÅRLs forudsætning om going-concern ikke gælder uden videre. For revisorerne har det været tankevækkende, at det i pressen til tider synes at være primært revisors problem, hvis en virksomhed ikke på tilstrækkelig måde og i tide har omtalt et going concern problem.

Der er heller ikke i lovgivningen fastsat solvenskrav for almindelige virksomheder, f.eks. krav om at egenkapitalen skal udgøre en bestemt andel af balancesummen. I det hele taget er begrebet solvens ikke defineret i selskabs- og regnskabslovgivningen. Begrebet er omtalt indirekte i konkursloven, hvor det bestemmes, at hvis en skyldner er insolvent, skal vedkommendes bo tages under konkursbehandling, når det begæres af skyldneren eller en fordringshaver. Insolvens er defineret i lovens § 17, stk. 2:

> En skyldner er insolvent, hvis han ikke kan opfylde sine forpligtelser, efterhånden som de forfalder, medmindre betalingsudygtigheden må antages blot at være forbigående.

Konstatering af midlertidig betalingsudygtighed er ikke tilstrækkeligt til at fastslå insolvens.

I særlovgivning for finansielle virksomheder tillægges solvensen stor betydning. I overensstemmelse med EU's egenkapitaldirektiv er begrebet "egenkapital" i pengeinstitutter erstattet af "kernekapital" til brug for opgørelsen af solvenskrav, og der indregnes ansvarlig lånekapital, som i andre virksomheder skal medregnes til fremmedkapitalen. I forsikringsselskaber anvendes "solvensmargin".

Lign.lovens § 2, stk. 4, indeholder regler om tynd kapitalisering, som indbærer, at kontrollerede selskaber i koncernforhold (25%) ikke har skattemæssig fradragsret for visse finansielle udgifter, men reglen indeholder ikke krav om nogen bestemt kapitalstørrelse. I relation til regnskabet vil reglen medføre et oplysningskrav om den nævnte skattemæssige effekt, som især angår den beregnede skatteudgift.

c. Kapitaltab

Egenkapitalens størrelse har direkte betydning for kapitaltabsreglerne i selskabslovgivningen.

For et *aktieselskab* gælder i AL § 69a, at bestyrelsen skal foranledige en generalforsamling indkaldt inden 6 måneder efter, at halvdelen af aktiekapitalen er tabt. På generalforsamlingen skal bestyrelsen redegøre for den økonomiske stilling. Der er ikke

krav om retablering af aktiekapitalen, men det er nødvendigt, at der til brug for orienteringen skal foreligge en opgørelse af egenkapitalen.

Reglen i AL § 69a er stort set kun et dokumentationskrav. Det skal fremgå af generalforsamlingsprotokollen, at orienteringen er givet.

Med mindre bestyrelsen på generalforsamlingen tilråder andet, kan selskabet uden videre fortsætte, også selv om egenkapitalen er negativ med et betydeligt beløb. Det afgørende for bestyrelsen og dennes ansvar for at videreføre driften er, at finansieringen forstået som *kapitalberedskabet* er i orden, dvs. at likviditetsbudgettet ikke viser et udækket kapitalbehov.

Egenkapitalens størrelse har alene betydning for, om tidspunktet er inde til at indkalde aktionærerne til et orienteringsmøde. Fristen på 6 måneder er næsten for lang i dag, hvor forholdene ændres så hastigt. Alt taler derfor for, at orienteringen om de økonomiske forhold i hvert fald skal være opdateret, men det fremgår ikke af reglen.

Der stilles heller ikke krav til egenkapitalopgørelsen, som må baseres på den regnskabsmæssige egenkapital, dvs. de bogførte nettoaktiver.

Stillingen er anderledes i et *anpartsselskab.* Her er et orienteringsmøde med anpartshaverne ikke tilstrækkeligt. Når det konstateres, at selskabet har tabt 40% af sin registrerede kapital, dvs. at nettoaktiverne kun udgør 60 % af den registrerede anpartskapital, skal i det mindste lovens minimumskapital på 125.000 kr. retableres.

Der er også her en meget lang frist på 6 måneder til at reagere. Meget kan ske på et halvt år. En ledelse bør have så god føling med virksomhedens udvikling, at en noget kortere frist synes rimelig.

Fristen kan ikke helt sammenlignes med - men det er tankevækkende - at der i ændringsforlsaget til BSL arbejdes med 3 dages frist til indkaldelse af generalforsamling.

I et anpartsselskab må opgørelsen af egenkapitalen, nettoaktiverne, ligesom i aktieselskaber tage udgangspunkt i de bogførte værdier. Er der skjulte reserver i selskabet, kan de tages i betragtning, hvis det er relevant for at undgå eller udskyde retableringskravet. Efter forholdene kan også andre principændringer foretages for at forskønne balancen, men det er en betingelse, at selskabets revisor afgiver erklæring om værdiernes tilstedeværelse, vel at mærke på tidspunktet for erklæringens afgivelse. Det sikrer en ajourført egenkapitalopgørelse.

Det kan i høj grad betvivles, at sammenknytningen af kapitaltabsreglerne til den regnskabsmæssige egenkapital giver det bedste grundlag for vurdering af kapitalbehovet. Minimumskapitalen gør ikke ethvert ApS til en going concern. Det kunne være mere hensigtsmæssigt at kombinere kapitalkravet med andre faktorer, som på bedre måde tager likviditet og risikoprofil i betragtning.

II. Opgørelse af egenkapitalen, oplysningskrav

a. Generelt - Bunden/fri egenkapital

Egenkapitalens specifikation i en række romertals- og arabertalsposter har til formål at beskrive, hvordan kapitalen er fremskaffet, og hvor disponibel den pågældende kapital

er. Denne sondring mellem bunden og fri egenkapital har betydning for, i hvilket omfang egenkapitalen er anvendelig/ikke anvendelig til uddeling af udbytte. Sondringen findes ikke længere direkte i ÅRL, og der skal ikke angives sumtal for bunden og fri egenkapital, men opdelingen fremgår indirekte af de betingelser, der er knyttet til de enkelte egenkapitalposter i balancen.

EU's medlemslande har ikke ensartede regler med hensyn til, hvilke reserver der kan anvendes til udbytte. For Danmarks vedkommende slår denne uensartethed tillige igennem f.eks. vedrørende overkursbeløb, der skal optages i en bunden reserve i aktieselskaber, jf. § 111, stk. 2, men er en fri reserve i anpartsselskaber.

Tendensen i praksis går i retning mod, at antallet af poster under egenkapitalen reduceres mest muligt. Tidligere så man op til flere forskellige reservefonds med særlig betegnelse, og Overførsel til næste år var typisk af en størrelse, som sikrede, at der kunne betales udbytte uanset et evt. underskud et enkelt år. Disse forskellige reservefonds forsvinder efterhånden, og i overensstemmelse med international praksis henføres alle frie reservebeløb til Overførsel til næste år.

--- 000 ---

Opgørelsen af egenkapitalen er ofte forbundet med betydelige vanskeligheder i praksis. Vanskelighederne kan opdeles i 2 grupper: dem der vedrører *opstillingen*, og dem der vedrører *værdiansættelse*.

b. Opstilling

Selv om egenkapitalen er en reststørrelse, må posterne, der indgår deri, ikke sammenblandes med andre balanceposter. Der skal sondres mellem hensættelser, herunder til tab m.m., som kan henføres til regnskabsåret eller tidligere regnskabsår (f.eks. udskudt skat), som ikke må medregnes i egenkapitalen, og henlæggelser, der skal medregnes under egenkapitalen.

Indtil videre er det accepteret, at udskudt skat ikke udskilles fra egenkapitalen og hensættes som en særskilt post i balancen. Efterhånden er det dog et fåtal af selskaber, der alene oplyser den udskudte skat i en note til regnskabet.

Visse andre opstillingsregler influerer på balancesummen og dermed på egenkapitalens relative størrelse, men ikke på dens faktiske størrelse. Det gælder f.eks. muligheden for at fratrække forudbetaling fra kunder under aktiver.

Endvidere kan man efter danske regler fortsat undlade at opføre leasede aktiver i balancen. Internationalt er det almindeligt, at finansielt leasede aktiver optages som anlægsaktiver i balancen, men dette er endnu ikke særligt udbredt praksis i Danmark.

Disse opstillingsmæssige valgmuligheder reducerer sammenligneligheden mellem virksomhedernes nøgletal for balancen og herunder for egenkapitalen.

c. Valgmuligheder m.h.t. værdiansættelse af poster

Definitionen af egenkapitalen som et restbeløb medfører, at den konkret anvendte praksis for værdiansættelse af de øvrige poster i en virksomheds regnskab - som kan

være forskellig fra virksomhed til virksomhed - spiller en væsentlig rolle ved opgørelsen af egenkapitalen.

Der kan opregnes følgende kendte værdiansættelsesmetoder:

1. Historisk kostpris:
Værdiansættelsen af aktiver sker med udgangspunkt i den oprindelige anskaffelsespris ved køb af aktiverne og til medgået ressourceforbrug til oprindelig anskaffelsespris for egenproducerede aktiver. Heri fragår afskrivninger. Mht. forpligtelser svarer værdien til det oprindeligt modtagne provenu, fratrukket afdrag.

2. Genanskaffelsesværdi:
Værdiansættelsen sker til det kontantbeløb, som skal betales ved genanskaffelse eller reproduktion af identiske aktiver eller af aktiver, der har samme produktionskapacitet. Genanskaffelsesværdi for forpligtelser er virksomhedens provenu ved en (tænkt) etablering på balancedagen til samme rente og afdragsbetingelser.

3. Salgsværdi:
Værdiansættelsen sker til kontantbeløbet, virksomheden vil modtage, hvis aktiverne sælges i et normalt driftsforløb, altså til aktuelle markedspriser. Forpligtelser optages til værdien af det kontantbeløb, som fordringen kan sælges eller indfries til på kapitalmarkedet.

4. Nettorealisationsværdi:
Aktiver værdiansættes til det kontantbeløbet, som forventes modtaget i fremtiden, når aktiverne er forfaldne til betaling i et normalt driftsforløb med fradrag af de direkte udgifter, som er forbundet med konverteringen til kontantbeløb. Forpligtelser optages til det kontantbeløb, som må forventes betalt fremover ved forfald, med tillæg af de direkte udgifter, som er nødvendige for at gennemføre udbetalingerne.

5. Kapitalværdi:
Aktiver værdiansættes til kapital- eller nutidsværdien af de indbetalinger, som aktiverne forventes at indbringe ved forfald i et normalt driftsforløb med fradrag af kapitalværdien af de udbetalinger, som medgår til at opnå indbetalingerne. Forpligtelser optages til kapitalværdien af fremtidige udbetalinger, som kræves til afvikling ved forfald i et normalt driftsforløb med tillæg af de udbetalinger, som er nødvendige for at afvikle forpligtelsen.

Der har navnlig i ældre regnskabspraksis været en tilbøjelighed til at lægge endda stor vægt på forsigtighed, således at der skabtes "hemmelige reserver" med mulighed for indtægtsnivellering til følge.

Det er en af direktivets og dermed ÅRLs målsætninger at modvirke hemmelige reserver i regnskabet. Men her er både direktivet og ÅRL ret inkonsekvent på flere områder. Bl.a. forlanges foretaget systematiske afskrivninger på materielle aktiver, uanset at aktivernes værdi i nogle tilfælde påviseligt ikke falder. Derved medvirker det ufravigelige krav til at skabe hemmelige reserver på trods af den nævnte målsætning.

Følges 4. direktivs og ÅRLs hovedprincip for værdiansættelse af aktiver, historisk anskaffelsesværdi, kommer en eventuel senere værdistigning ikke i betragtning, hvilket kan føre til undervurderede aktiver, og dermed nås - efter kritikernes opfattelse - ikke et retvisende billede af aktiver og egenkapital.

Forsigtighed i regnskabsaflæggelsen er lovmedholdelig, men overdreven forsigtighed kan i det lange løb kun føre til uforsigtighed. Hvis de hemmelige reserver opløses skjult, forsinkes omverdenens kendskab til nedadgående tendenser og måske udskydes derved tidspunktet for nødvendig indgriben i driften.

De forskellige landes holdninger til værdiansættelse af poster i regnskabet giver sig navnlig udslag i forskellige nuancer af de to modstående koncepter: det resultatorienterede, transaktionsbaserede regnskab og det balanceorienterede, nutidsværdibaserede regnskab. Som en næsten ekstrem eksponent for en strikte fastholdelse af rent transaktionsbaserede resultater står Tyskland (og USA) uden opskrivningsmulighed, medens Storbritannien og Holland tenderer mod indregning af værdistigninger i resultatet.

De forskellige holdninger for og imod opskrivninger af aktiver i balancen er stærkt knyttet til eksistensen af rimeligt gennemsigtige markeder og desuden til mere historiske og fordelingspolitiske, herunder skatternæssigt betingede opfattelser.

Dette førte i sin tid til kompromisløsningen i 4. direktiv, som tillader indregning af værdistigninger på aktiver i balancen, selvom disse alene er regnskabsmæssige dispositioner og ikke er baseret på faktiske transaktioner, men forbyder værdistigningers medtagelse i resultatopgørelsen, fordi de ikke udgør realiserede fortjenester. Ingen medlemslande er gået ind for rene inflationsregulerede regnskaber, formentlig fordi inflationens størrelse ikke aktuelt begrunder et behov derfor.

De forskellige holdninger angår også spørgsmålet om aktivering af immaterielle aktiver som varemærker og især goodwill. For koncern-goodwill tillades valgmulighederne mellem aktivering i balancen og straksafskrivning over egenkapitalen.

For Danmarks vedkommende tillader ÅRL virksomhederne at vælge mellem i hovedsagen to retvisende billeder, baseret på enten anskaffelsesværdi eller markedsværdi. Denne direktivbestemte valgmulighed mellem forskellige værdiansættelsesmetoder i årsregnskabet hænger sammen med den internationale diskussion om, hvorledes aktivers værdistigninger og de nationale valutaers købekraftsforringelser skal påvirke årsregnskabets og navnlig resultatopgørelsens udsagn. I realiteten er der flere valgmuligheder.

Kritikken går især på, at 4. direktiv og ÅRL tager sit udgangspunkt i anskaffelses- eller kostprisen. IASC tager imidlertid også sit udgangspunkt i den historiske kostpris. IASC's begrebsramme omtaler typisk værdiansættelsesprincipper, som stort set svarer til dem, som anvendes af FASB i USA som en del af US GAAP, og som baserer sig på anskaffelsesværdi. Der er ingen internationale vejledninger om opskrivninger udover de efter dansk inspiration igangværende overvejelser om investeringsejendomme.

De aktiver, der kan opskrives i henhold til ÅRL §§ 30 og 34, er materielle og finansielle anlægsaktiver, primært fast ejendom, samt omsætningsværdipapirer. Immaterielle aktiver må ikke revurderes. Det er i sig selv inkonsekvent i moderne tid, hvor merværdierne netop ofte knytter til de immaterielle aktiver.

Regelsættet er således ikke udtryk for en konsekvent metode for indregning af ændringer i møntenhedens værdi. Ingen EU-medlemslande er gået ind for rene inflationskorrigerede regnskaber, formentlig fordi inflationens størrelse ikke aktuelt begrunder et behov derfor. De kendes efterhånden alene i lande med hyperinflation.

d. Skepsis knyttet til den i regnskabet viste egenkapital

Det siger sig selv, at der bør være en nytte for regnskabsbrugerne af årsregnskabet og dets oplysninger. Hvorfor ellers udarbejde regnskaber?

Men regnskabsbrugerne kan med rette knytte generel skepsis til regnskabets, og især til egenkapitalens udsagnskraft, især til regnskaber baseret på historiske anskaffelsespriser.

Denne skepsis er paradoksalt nok forstærket af de overoptimistiske regnskaber, som blev aflagt forud for konkurserne i en række større selskaber i slutningen af 80erne efter krisen på ejendomsmarkedet. Sådanne eksempler viser, at udviklingen i en virksomheds økonomi til tider er meget følsom for udsving i konjunkturer og udviklingen af ny teknologi. Udsvingene er i overvældende grad kommet bag på både ledelser og revisorer, som formentlig havde en illusion om, at der forelå hemmelige reserver at tære på. Egenkapitalen viste sig mere flygtig og hurtigere opløselig end tryksværten i de farvestrålende regnskaber.

På baggrund af eksempler med kriseramte virksomheder synes et generelt lovkrav om, at der skal knyttes en risikovurdering til årsregnskabet, at indebære en ønskelig forbedring, ikke for at flytte fokus væk fra egenkapitalen, men for at give regnskabsbrugerne bedre mulighed for at foretage sin subjektive vurdering af de risici, som påhviler virksomheden og egenkapitalopgørelsen. Konkurser skyldes som bekendt næsten altid, at truende risici ikke blev forudset i tilstrækkeligt omfang og i tide.

I denne sammenhæng er det relevant at fremhæve, at et krav om risikooplysninger findes indirekte i reglerne om årsberetningen i ÅRL § 56, stk. 1:

> Hvis årsregnskabet i væsentlig grad er påvirket af usædvanlige forhold, samt hvis der er væsentlig usikkerhed ved opgørelsen af årsregnskabet, skal der gives oplysning herom i en særskilt del af beretningen.

og for børsnoterede selskaber i Regler for udstedere, § 20:

> "Hvis der er særligt følsomme eller usikre faktorer, der er afgørende for det forventede resultat, skal der redegøres herfor.

Begge steder forudsættes oplysningerne offentliggjort.

e. Et retvisende billede

Det fremgår ikke udtrykkeligt af ÅRL, hvad der forstås ved et retvisende billede. Det må udledes af lovens helhed. Efter lovmotiverne indebærer et retvisende billede først og fremmest, at årsregnskabets enkelte oplysninger skal være korrekte, og at det samlede årsregnskab skal give læseren et rigtigt helhedsindtryk af selskabets økonomiske stilling og udvikling. Det må desuden ikke vildlede regnskabslæseren.

At lovgivningen tillader alternative fremgangsmåder og dermed åbner mulighed for, at virksomhederne kan vise forskellige billeder betyder netop, at en virksomhed skal søge den fremgangsmåde, der er bedst egnet til at give et retvisende billede af netop denne virksomheds forhold.

Den ubestemte form "et retvisende billede" bekræfter, at udarbejdelsen af et regnskab lovmedholdeligt kan ske på forskellige måder, som hver for sig vil kunne give et retvisende billede. Dét er tanken bag lovens valgmuligheder, selv om dette tankesæt ikke synes at være slået igennem alle steder. Det er primært regnskabsaflæggerne, der ikke helt har indset, hvad valgmulighederne er til for og skal bruges til.

Det afhænger i høj grad af den internationale udvikling, om den manglende forståelse eller respekt for valgmulighedernes egentlige formål vil eller skal medføre en yderligere indskrænkning af de eksisterende valgmuligheder.

Spørgsmålet er, om en fortsat reduktion i antallet af valgmuligheder vil være til gavn for regnskabsbrugerne. Der er stor risiko for, at det modsatte vil blive tilfældet.

En række ændringer vil dog nok være nødvendige, hvis europæiske virksomheder også i fremtiden skal kunne tiltrække kapital fra investorerne. Her må det erindres, at flere EU-medlemsstater stadig har regnskabsregler bundet til skattereglerne. Det vil ikke gøre processen let.

Diskussionen om kommende ændringer i europæisk regnskabsaflæggelse vil utvivlsomt komme til at dreje sig om *nutidsværdi-baserede regnskabsprincipper*, som indebærer, at urealiserede værdistigninger skal medtages i regnskabet.

På det seneste har diskussionen i høj grad drejet sig om, hvorvidt man også skal tillade aktivering af immaterielle aktiver og rettigheder som varemærker og især goodwill og til nutidsværdier. Dertil kan lægges værdien af software, som ofte er et altafgørende aktiv. Manglen på software kan være katastrofal for mange virksomheder, ikke mindst hvis det eksisterende software ikke er år-2000 parat.

Det vil kunne medføre betydelig forståelsesvanskeligheder hos regnskabsbrugerne, hvis hastige værdisvingninger kommer til udtryk i et årsregnskab. Der skal generelt udvises stor forsigtighed med opskrivninger, men usikkerheden omkring den højere værdiansættelse, som bør lægges til grund, er ofte betydelig. Opskrivning af enkelte aktiver, f.eks. til en skønnet nytte- eller nutidsværdi, og ikke af andre aktiver, vil virke forvirrende for regnskabsbrugerne og vil stride mod det basale krav om ensartet værdiansættelse i balancen.

Hertil kommer, at der vil være store måleproblemer forbundet med værdiansættelsen af mange aktiver til deres nutids- eller nytteværdi. Anvendeligheden af et nyt regnskabskoncept - en ny begrebsramme - vil derfor i høj grad komme til at afhænge af, at måleproblemerne bliver løst tilstrækkeligt overbevisende og troværdigt.

Man synes at have fundet udvej for investeringsaktiver og for finansielle instrumenter, mens der er et langt stykke tilbage for så vidt angår måling af f.eks. nutidsværdi af traditionelle produktionsanlæg. Når turen kommer til løsning af måleproblemerne på disse mere omtvistede områder, herunder goodwill og rettigheder, forstærkes måleproblemerne, og så kan sindene "komme i kog".

Den nye begrebsramme må påregnes debatteret i det fremtidige lovændringsarbejde i Regnskabsrådet, men det vil næppe være "lige om hjørnet", man kan vente en international afklaring af, hvorledes den fremtidige værdiansættelsespraksis skal harmoniseres. Indtil da kan det være et forslag at kræve supplerende oplysninger om evt. merværdier i større udstrækning end i dag.

III. De enkelte egenkapitalposter

Om de enkelte poster kan bemærkes:

a. Selskabskapital

ÅRL § 1, stk. 2, nr. 3, definerer Selskabskapital som aktiekapital i et aktieselskab og anpartskapital i et anpartsselskab.

Der gælder mindstekrav til selskabskapitalen i AL § 1, stk. 3/ApSL § 1, stk. 3. Disse mindstekrav er 500.000 kr. i aktieselskaber og 125.000 kr. i anpartsselskaber. I erhvervsdrivende fonde er mindstekravet til grundkapitalen 300.000 kr., jf. LEF § 9, stk. 1. For børsnoterede selskaber er kravet til aktiekapitalen betydeligt højere. For børs III-selskaber skal aktiekapitalen være på min. 2 mio.kr. For børs I-selskaber skal aktiekapitalen være på min. 15 mio.kr. I finansielle virksomheder er kravet til minimumskapitalen betydeligt højere, ligesom der skal opfyldes bestemte solvenskrav.

Som udgangspunkt omfatter selskabskapitalen den registrerede aktie- eller anpartskapital. Da ÅRL ikke stiller som betingelse for optagelse i balancen, at selskabskapital skal være registreret, kan også kapital, der er tegnet, men endnu ikke er registreret på balancetidspunktet, optages under posten med fornøden oplysning om forholdet.

b. Overkurs ved emission

I denne post skal optages beløb, der er indbetalt som overkurs ved tegning af aktier, samt beløb, som selskabet har modtaget ved salg af aktier i henhold til ikke afhentede aktier ved fondsaktieemission, jf. AL § 40. Endvidere skal optages beløb, der tilfalder et anpartsselskab i forbindelse med omdannelse til et aktieselskab, fordi anpartshavere ikke har afhentet deres aktier.

Overkurs ved emission opstår ikke kun ved kontant indskud. Indskydes en aktivitet eller en virksomhed ved apportindskud mod et mindre vederlag i aktier end indskuddets værdi, kan det overskydende beløb være aftalt som overkurs.

Omkostninger afholdt ved en gennemført emission kan fradrages i overkursbeløbet og skal ikke resultatføres, medmindre overkursbeløbet ikke strækker til. Det drejer sig om alle de med emissionen forbundne udgifter. Omkostninger ved en senere kapitalforhøjelse kan ikke fratrækkes i overkursfonden. Omkostninger til fondsemission skal derfor udgiftsføres, selv om der findes en tidligere henlagt overkursfond, hvoraf fondsaktierne udredes.

Der er kun pligt til at henlægge til overkursfond i aktieselskaber. Modsætningsvis følger, at et anpartsselskab ikke er pligtig at henlægge indbetalte overkursbeløb til en bunden fond. For at få den størst mulige sammenlignelighed bør overkursbeløb imidler-

tid også i anpartsselskaber anbringes under Overkursreserven, så regnskabsbrugerne får det rigtige indtryk af kapitalfremskaffelsen.

Ordlyden i AL § 111, stk. 2: "Beløb, som selskabet ved aktietegning modtager ..." medfører, at beløb, der er modtaget og henlagt i årsregnskabet for et anpartsselskab inden omdannelse til aktieselskab, efter omdannelsen kan forblive disponibel til overskudsfordeling mv.

Overkursbeløb kan anvendes til fondsaktieemission, men ikke til udbetaling som udbytte.

Overkursfonden kan desuden anvendes bl.a. til udbetaling til aktionærerne efter reglerne om kapitalnedsættelse. Der skal i givet fald træffes beslutning og indrykkes proklama, og først derefter kan disponeres over nedsættelsesbeløbet, f.eks. som nævnt til udbetaling til aktionærerne eller til regnskabsmæssig etablering af en særlig reservefond, der står til generalforsamlingens disposition. Der kan også ske overførsel til en dispositionsfond eller anden fri reserve, som anvendes senere, f.eks. til straksafskrivning af goodwill.

c. Opskrivningshenlæggelser

I denne post skal optages opskrivningsbeløb, der er bundet efter ÅRL §§ 30 og 34. En nærmere specifikation i balancen er unødvendig, idet der kræves grundige forklaringer i noterne om opskrivningsbeløb og bevægelserne heri.

Opskrivningshenlæggelser kan til enhver tid - også i årets løb - overføres til selskabskapitalen som fondsaktier.

De aktiver, der kan opskrives, er materielle og finansielle anlægsaktiver, primært fast ejendom, samt værdipapirer, der er omsætningsaktiver. Der bør udvises stor forsigtighed i forbindelse med opskrivninger. Dels er usikkerheden omkring den højere værdiansættelse, som bør lægges til grund, ofte betydelig, jf. foran om måleproblemer, og dels bør der ikke anvendes forskellige værdiansættelseskriterier for aktiverne i regnskabet.

Er grundlaget for den højere værdiansættelse ikke længere til stede, skal de opskrevne aktiver nedskrives. Nedskrivningen vil passende kunne ske ved tilbageførsel fra opskrivningshenlæggelsen, medmindre den forinden er anvendt til udstedelse af fondsaktier.

Det vil være i overensstemmelse med kravet om et retvisende billede, at opskrivningshenlæggelsen reduceres med den udskudte skat, som hviler på opskrivningsbeløbet, og skatten opføres som Udskudt skat under Hensættelser.

I koncernbalancen vil en dattervirksomheds opskrivningshenlæggelser fra tiden forud for koncernforholdets etablering "forsvinde" som følge af udligningen efter bek. § 17. Ved konsolideringen til koncernregnskabet kan der desuden ske reguleringer af en dattervirksomheds opskrivningshenlæggelser med henblik på anvendelse af ensartede værdiansættelsesmetoder i koncernen. Foretager en dattervirksomhed under koncernforholdets beståen opskrivning af aktiver, skal henlæggelsen fremgå af koncernbalancen. Minoritetsinteressers andel af en opskrivning af aktiver i en dattervirksomhed skal indgå i den særskilte post.

Opskrivningshenlæggelser kan ikke opløses på anden måde, før der sker realisation af de opskrevne aktiver. Opskrivningsbeløb kan således ikke anvendes hverken til udbytte, til dækning af tab eller til straksafskrivning af koncerngoodwill.

d. Reserver

1) Generelt

ÅRL angiver en række reserveposter, som skal benyttes, hvor det er relevant. Der kan oprettes nye poster, hvis der er et behov herfor, og formålet hermed ikke tilgodeses af de eksisterende poster.

Tendensen i praksis går som nævnt væk fra etablering af "øremærkede" reserver og i stedet mod at opføre så vidt muligt alle opsparede reserver under Overført overskud, hvilket svarer til praksis i f.eks. de angelsaksiske lande ("retained earnings").

2) Reserve for nettoopskrivning efter den indre værdis metode

Til denne reserve skal i moderselskabets balance henlægges moderselskabets andel i opsparede overskud (nettooverskud minus uddelt udbytte) i dattervirksomheder og associerede virksomheder, som værdiansættes i henhold til den indre værdis metode. Har én eller flere virksomheder underskud, vil den dertil svarende andel af disse underskud - i alt - blive udgiftsført, og beløbet kan frigøres fra reserven.

Andre bevægelser i den regnskabsmæssige indre værdi, der posteres direkte på egenkapitalen i de pågældende virksomheder, skal ligeledes indgå i denne reserve. Det gælder f.eks. valutakursreguleringer, opskrivning af aktiver og tilbageførsel af opskrivninger. Der skal ikke samtidig ske henlæggelse til opskrivningshenlæggelser. Udstedelse af fondsaktier i en dattervirksomhed ændrer ikke den regnskabsmæssige indre værdi og frigør ikke noget beløb af den særlige reserve.

ÅRL er tavs om, hvad der skal ske, når en dattervirksomhed eller associeret virksomhed, hvis opsparede overskud indgår i reserven, opløses eller afhændes. Her må ÅRL § 30, stk. 3, vedrørende opskrivningshenlæggelser kunne anvendes analogt, således at en dokumenterbar henlæggelse, der vedrører en solgt dattervirksomhed, frigøres. Konstateres fortjeneste eller tab ved opløsningen eller afhændelsen, vil disse beløb særskilt kunne indtægts- henholdsvis udgiftsføres. Det samme må gælde ved fusion med en dattervirksomhed.

Beløb henlagt under datterselskabsreserven kan ikke anvendes til udbytte i moderselskabet. Reserven er ikke undergivet andre lovmæssige bindinger. Den kan derfor anvendes til dækning af underskud og til straksafskrivning af koncern-goodwill. Beløbet vil også kunne overføres til selskabskapitalen ved fondsaktieemission.

Beløbet må antagelig ikke udloddes til selskabsdeltagerne i forbindelse med en kapitalnedsættelse. Det følger af forbudet i bestemmelsen, at reserven heller ikke kan benyttes til at opfylde krav om henlæggelser til den særlig reserve for egne aktier eller anparter og heller ikke øvrige krav om lovpligtige eller vedtægtsmæssige henlæggelser.

Ved sammendraget til brug for konsolidering i koncernbalancen skal den særlige datterselskabsreserve opløses og så vidt muligt erstattes af de underliggende bestanddele i datter- og associerede virksomheder, som har givet anledning til opskrivningen og derfor er akkumuleret i reserven. Er der alene tale om opsparede, realiserede resultater,

vil reserven være disponibel i de respektive dattervirksomheder i modsætning til situationer, hvor reserven består af ikke-realiserede resultatelementer, herunder opskrivningsbeløb vedrørende anlægsaktiver eller værdipapirer, valutakursreguleringer etc., som ikke indgår i en dattervirksomheds udbyttegrundlag.

3) Reserve for egne aktier eller anparter

Herunder skal opføres henlæggelser til den særlige reserve for egne aktier eller egne anparter, der er foreskrevet i ÅRL § 39.

Henlæggelser til den særlige reserve sker som en balancepostering og ikke ved udgiftsføring. Der kan ske overførsel af det foreskrevne beløb fra ikke-bundne reserver, herunder Overført overskud. Resultatopgørelsens udsagn ville blive sløret, hvis der skete udgiftsføring af en sådan henlæggelse, fordi det ville svare til nedskrivning af værdien af egne aktier.

Reserven kan hverken anvendes til udbytte eller til dækning af underskud eller til fondsemission. Reserven kan heller ikke benyttes til straksafskrivning af koncerngoodwill.

I koncernbalancen vil fremstå moderselskabets egen reserve for egne aktier eller anparter, herunder for moderselskabsaktier, der ejes af dattervirksomheder. En dattervirksomheds besiddelse af egne aktier eller anparter vil blive udlignet ved konsolideringen. Derfor "forsvinder" den dertil knyttede reserve i koncernbalancen.

Internationalt er der en udvikling i retning af anderledes behandling af egne aktier. IAS har udsendt et "discussion paper", hvorefter værdien af indkøbte egne aktier skal fragå direkte i egenkapitalen ligesom en kapitalnedsættelse. Der skal således ikke - som foreskrevet i ÅRL - ske henlæggelse til en særskilt reserve, og virksomheden slipper for at foretage nedskrivning af aktierne til udgift i resultatopgørelsen. Denne alternative regnskabsmæssige behandling af egne aktier vil være en fravigelse af reglerne i ÅRL og må derfor - forudsat Erhvervs- og Selskabsstyrelsens indforståelse - ske under iagttagelse af oplysningskravene i ÅRL § 4, stk. 4. Hertil hører også, at der kræves en fyldestgørende begrundelse for fremgangsmådens anvendelse.

4) Øvrige lovpligtige henlæggelser

Efter ophævelsen af kravet om henlæggelse til lovpligtig reservefond i aktieselskaber, er der i skemaet indføjet en post, som skal anvendes til øvrige lovpligtige henlæggelser. Besluttes f.eks. en nedsættelse - amortisering - af aktiekapitalen uden proklama, skal den særlige reserve, hvortil nedsættelsesbeløbet skal henlægges efter AL § 47, stk. 3, optages under denne post med den fornødne forklaring af posten, der viser postens oprindelse. ApSL indeholder ikke noget tilsvarende krav.

Amortiseringsreserven kan benyttes til dækning af underskud, når overførte samt andre ikke-bundne reserver forinden er brugt, jf. AL § 111, stk. 3. Den kan ikke benyttes til at opfylde den særlige reserve for egne aktier.

I koncernbalancen skal lovpligtige henlæggelser i dattervirksomheder - i det omfang de ikke udlignes ved konsolideringen - fremgå under denne post.

5) Vedtægtsmæssige henlæggelser

Vedtægtsmæssige reserver er ikke almindeligt forekommende. Hvor de findes, vil det fremgå af vedtægterne, hvad de kan eller skal anvendes til, herunder om de kan anvendes til uddeling af udbytte og/eller til fondsaktieemission.

Der kan ikke oprettes vedtægtsmæssige henlæggelser til dækning af forudsete fremtidige tab med henblik på at undgå, at tabene fremgår af resultatopgørelsen. I almindelighed har vedtægtsbestemte henlæggelser til formål at hindre uddeling af de pågældende beløb som udbytte, men ikke at hindre udligning mod tab. Det må derfor formodes, at sådanne henlæggelser kan anvendes til udligning af resultatførte underskud, hvor vedtægtsbestemmelsen ikke udtrykkeligt siger andet.

De vedtægtsmæssige henlæggelser skal ikke anvendes til udligning af underskud forud for overkursfond eller amortiseringsfond. Anvendes en vedtægtsmæssig henlæggelse til udligning af underskud, skal den genetableres, når der igen opstår overskud, medmindre vedtægtsbestemmelsen forinden besluttes ophævet.

Ønsker ledelsen at anvende en vedtægtsmæssigt bunden henlæggelse i forbindelse med regnskabsaflæggelsen, skal den sætte vedtægtsændring på dagsordenen til den ordinære generalforsamling. Henlæggelsen kan opløses helt eller delvis eller anvendes til andet formål med det flertal, der skal til for at ændre vedtægtsbestemmelsen. Er vedtægtsændring ikke sat på dagsorden, kan den vedtægtsmæssige henlæggelse ikke bruges, medmindre samtlige selskabsdeltagere samtykker heri. Det må antages, at henlæggelsen i givet fald kan anvendes umiddelbart, f.eks. til udbytte, såfremt det nødvendige flertal er opnået.

6) Andre henlæggelser

Til denne post kan generalforsamlingen beslutte at henlægge beløb, hvorover kun generalforsamlingen har dispositionsret, dvs. henlæggelser, der ikke er krævede efter lov eller vedtægter. Posten kan specificeres i flere arabertalsposter.

Henlæggelser efter AL § 44 a, stk. 1, nr. 3, optages under denne post, når proklamafristen er udløbet. Disse henlæggelser er - som øvrige beløb under denne post - til generalforsamlingens rådighed. Det kan besluttes at overføre midlerne fra en sådan henlæggelse til en anden reserve. Henlæggelsen skal fortsat benævnes, således at man ikke er i tvivl om beløbets oprindelse. Sådanne henlæggelser kan bruges til udbytte eller til dækning af tab efter beslutning på en ordinær generalforsamling.

I koncernbalancen udlignes andre henlæggelser i dattervirksomheder ved konsolideringen.

I visse situationer er det relevant at opføre negativ goodwill (koncern-badwill) under Egenkapital i koncernbalancen. Det vil formentlig ske i forbindelse med købsopgørelsen ved erhvervelse af en dattervirksomhed. Der er i den forbindelse behov for oplysning om baggrunden for at placere det negative goodwillbeløb under egenkapitalen.

e. Overført overskud eller underskud

Denne post indeholder overførte beløb såvel fra sidste år som beløb henlagt af årets overskud ("retained earnings"). Er der overført underskud, kan dette optages her. Beslutter generalforsamlingen at udligne et underskud med disponible reserver, trækkes

beløbet fra den pågældende reserve. Bevægelserne forklares i kapitalforklaringen efter ÅRL § 54. Skal underskuddet ikke "dækkes", forbliver det som et fradragsbeløb under Egenkapital.

ÅRL foreskriver optagelse af underskud som fradragspost til egenkapitalen. Aktivering af underskud i balancen er forbudt. En sådan aktivering anses for at være vildledende for regnskabsbrugerne.

Ved konsolideringen af enkeltvirksomheders regnskaber til et koncernregnskab udlignes Overført overskud eller underskud i dattervirksomheder. Det er klart, at posten i nogen grad vil blive en residualpost for reguleringer i forbindelse med konsolideringen, herunder f.eks. nødvendige reguleringer som følge af værdiansættelsesharmoniseringen samt elimineringer af interne fortjenester og tab.

Er et underskudsbeløb "dækket" af en bunden reserve, må det følge af de for den pågældende bestemmelse gældende regler, hvorvidt den kan eller skal anvendes forud for overkursfonden. F.eks. kan opskrivningshenlæggelser og den særlige reserve for egne aktier slet ikke anvendes til dækning af underskud. Kan en bunden reserve anvendes til dækning af underskud, må rækkefølgen fastsættes efter konkrete overvejelser, herunder om sammenhængen mellem de to egenkapitalposter. Med baggrund i forsigtighedsgrundsætningen bør altid anvendes den løsning, der ud fra en helhedsbetragtning binder selskabets midler mest, også på længere sigt. Er der f.eks. en forventning om fremtidige tab i dattervirksomheder, hvis kapitalandele er værdiansat efter den indre værdis metode, bør overkursfonden anvendes forud for den nævnte datterselskabsreserve.

Henstår der overførte underskud, kan selskabet vælge at lade underskuddet stå under Egenkapitalen, eller bruge et overkursbeløb til at fjerne underskuddet eller en del deraf.

IV. Koncernegenkapital

a. Generelt

Koncernegenkapitalen må vurderes med mindst lige så stor eller snarere større skepsis en egenkapitalen i et selskabs regnskab. Det er argumenteret (Hjernø Jeppesen, i 1960erne), at årsregnskabet er en fiktion: et øjebliks- eller fixbillede af en virksomhed i bevægelse, og balancen er billedet af virksomheden, som om den stod stille, hvad den jo ikke gør. Han fortsatte, at koncernregnskabet så må betegnes som en dobbeltfiktion: et fix-billede af en koncern som om den var en enkelt virksomhed, hvad den jo ikke er. På den baggrund må man ofte knytte nogen skepsis til koncernbalancens udsagnskraft og til opgørelsen af koncernegenkapitalen.

Det kræver opmærksomhed både at udarbejde og bruge et koncernregnskab, set i forhold til moderselskabets regnskab. Benyttes den såkaldte indre værdi«s metode (equity-method), vil resultat og egenkapital i de to regnskaber som udgangspunkt være ens. Hvor dette ikke er tilfældet - enten fordi den forudsatte egalitet eller fordi den nævnte metode ikke benyttes - må regnskabsbrugeren være agtpågiven og som nævnt skeptisk. Det er almindeligt og kan forklares, at resultat og egenkapital er større

i koncernregnskabet end i moderselskabets regnskab. Men det modsatte, at resultatet og/eller egenkapitalen i koncernen er mindre end i moderselskabet, kalder på en forklaring - en god forklaring.

Ved konsolideringen fremkommer egenkapitalen som et sammendrag af egenkapitalen i alle de koncernvirksomheder, som indgår i konernregnskabet. I forbindelse med sammendraget skal der ske eliminering af interne fortjenester og tab, samt udligning af den bogførte værdi af kapitalandele i dattervirksomheder.

Dattervirksomheders selskabskapital vil enten blive udlignet fuldt ud - hvis dattervirksomheden ejes fuldt ud - eller den resterende del skal udskilles og indgå i minoritetsinteressers andel i dattervirksomhedernes egenkapital.

Der kan endvidere forekomme andre reguleringer, som påvirker den samlede koncernegenkapital, f.eks. tilpasning af værdiansættelsen af aktiver og passiver i en dattervirksomhed, som undtagelsesvis anvender andre metoder end moderselskabet.

Sammendraget af øvrige egenkapitalposter skal ske post for post, idet der skal tages stilling til, hvorledes udligninger, elimineringer og evt. andre reguleringer påvirker disse poster. Koncernens egenkapital består således af de sammendragne poster efter reguleringer som følge af konsolideringen.

b. Særlige reserver i koncernegenkapitalen

Ved konsolideringen medtages moderselskabets overkursfond. Derimod "forsvinder" dattervirksomhedernes overkursbeløb ved udligningen. Det gælder både, når overkursen er dannet forud for koncernforholdets etablering, og når modervirksomheden har indskudt overkursen senere i forbindelse med en kapitalforhøjelse i dattervirksomheden.

Overkursbeløb, der kan henføres til koncernfremmede selskabsdeltageres andel i dattervirksomheders selskabskapital, skal indgå i Minoritetsinteresser. I koncernbalancen vil derfor alene optræde moderselskabets overkurs.

Opskrivningshenlæggelser vil kun fremgå af koncernegenkapitalen, hvis opskrivningen er foretaget under koncernforholdets beståen.

Reserve for egne aktier i dattervirksomheder vil blive opløst og er derved ikke relevant for koncernegenkapitalen. Derimod skal moderselskabets evt. reserve for egne aktier fremgå særskilt af koncernegenkapitalen.

c. Minoritetsinteresser

Hvis en dattervirksomheds kapital ikke fuldt ud er på koncernens hænder, skal gengivelsen af denne virksomheds egenkapitalposter i koncernregnskabet tilpasses, så der tages hensyn til udenforstående interesser i virksomhedens kapital, reserver, overført overskud etc. Disse interessers andele skal opføres i koncernbalancen under en samlet særskilt post med benævnelsen "Minoritetsinteresser". Ved beregning af minoritetsinteressens størrelse tages normalt udgangspunkt i en ligelig fordeling efter andel i den samlede kapital. Men en anden fordeling, hvorved der tages højde for eventuelle vedtægtsmæssige bestemmelser om mulig skævdeling af reserver etc., vil også kunne forekomme.

Minoritetsinteressernes forholdsmæssige andel af dattervirksomhedernes egenkapital skal opføres enten som en særskilt romertalspost under Egenkapital eller som en særskilt hovedpost mellem Egenkapital og Hensættelser. Denne lovmæssige valgmulighed bør nok ikke opretholdes.

Ifølge IAS 27, afsnit 15, består minoritetsinteresser af:

(i) beløbet på datoen for den oprindelige overtagelse;

(ii) minoritetens andel af bevægelser i egenkapitalen efter datoen for overtagelsen.

Ifølge IAS 27, afsnit 26, skal minoritetsinteressen vises adskilt fra gæld og uden for moderselskabets egenkapital.

For joint ventures tillader ÅRL, at der foretages pro rata konsolidering, som i modsætning til fuld konsolidering ikke fører til udskillelse af minoritetsinteresser. Der er ikke nogen koncern at være "fremmed" i forhold til.

Kravet om at vise minoritetsinteressens andel i dattervirksomheders egenkapital særskilt er overordnet skemareglerne, således at udbytte til de koncernfremmede aktionærer skal medtages under Minoritetsinteresser. Der er ikke lovkrav om opdeling af posten på enkeltvirksomheder, eller om at minoritetsposten skal specificeres som egenkapitalen.

Har en dattervirksomhed realiseret tab, som overstiger egenkapitalen, vil det overskydende negative beløb, som udgør minoritetsinteressens andel i tabet, kunne optages i koncernbalancen som et tilgodehavende under aktiver, hvis minoritetsaktionærerne ubetinget har forpligtet sig til at godtgøre tabet og derved bliver debitor i forhold til koncernen. Er dette derimod ikke tilfældet, må det overskydende beløb fratrækkes koncernens egenkapital. Viser dattervirksomheden efterfølgende resultatoverskud, henføres det til moderselskabets andel, indtil den tidligere af moderselskabet bårne del af tabet er dækket.

Modregning af negative minoritetsinteresser med positive vil være i strid med modregningsforbudet i ÅRL § 8.

d. Aktivering eller straksafskrivning af koncerngoodwill

Koncerngoodwill ved køb af en dattervirksomhed udgør merprisen i forhold til nettoaktivernes værdi. Vederlæggelsen vil ofte skyldes, at den erhvervede virksomhed har en særlig værdi for koncernen, som f.eks. vedrører særlige kunde- eller leverandørrelationer, gode produkter eller knowhow, mulighed for opnåelse af synergieffekter etc., men dog i det hele med en positiv effekt for koncernens fremtidige indtjeningsevne.

Er der ikke en positiv fremtidig effekt, kan der være tale om, at dattervirksomheden er erhvervet for dyrt. Dette viser sig måske ikke straks, men i givet fald skal der ske nedskrivning.

7. direktiv taler i forbindelse med nettoaktiverne om "påviselige aktiver og passiver", ud fra den betragtning, at en merpris ikke altid er let påviselig. Bek. bruger "den højere eller lavere værdi af aktiver og passiver", men det gør ingen forskel. IAS 22

betegner goodwill (eller negativ goodwill) som "resterende købesum efter fordeling af forskelsbeløb på påviselige aktiver og passiver". Igen en residualstørrelse og utilstrækkelig definition.

Kravet om fordeling af forskelsbeløb på identificerbare aktiver og passiver har direkte betydning for koncern-egenkapitalens størrelse. Opgørelsen af forskelsbeløb kræver omhu, specielt fordi henføringen af mer- eller mindreværdier sker uden en egentlig markedsvurdering, hvilket ikke er krævet.

Der må udvises såvel omhu som forsigtighed ved opgørelsen af forskelsbeløb, specielt hvis vurderingen af mer- eller mindreværdier sker uden en egentlig markedsvurdering. At to parter er nået til at fastsætte en samlet overdragelsessum for en virksomhed, er ikke ensbetydende med, at de har nået markedsvurderinger på de underliggende overdragne aktiver og passiver. Der er heller intet krav om, at parterne er enige om en sådan fordeling. Køber kan have en anden opfattelse end sælger af behovet for f.eks. hensættelser til strukturændringer eller rationaliseringer i den overtagne virksomhed.

Koncern-goodwill må ikke, hverken i regnskabsopstillingerne eller i den regnskabsmæssige behandling i øvrigt, sammenblandes med goodwill på selskabsplan, om end der er store ligheder hermed. Posten skal derfor - medmindre den straksafskrives - opføres særskilt i balanceskemaet under Immaterielle anlægsaktiver.

Kun opsparet egenkapital i dattervirksomheden efter tidspunktet for koncernforholdets etablering tilgår som udgangspunkt koncernegenkapitalen.

Straksafskrivning over egenkapitalen skal foretages i det år, erhvervelsen sker. Herom siger Erhvervs- og Selskabsstyrelsens Koncernvejledning:

> En positiv rest kan enten behandles som goodwill i overensstemmelse med reglen i lovens § 36 eller straks fratrækkes på en tydelig måde i reserver, der kan anvendes til dækning af tab, jf. stk. 3. Hvis det er overkursfonden, der anvendes, førend andre disponible reserver er brugt, herunder tidligere lovpligtige reservefonde, skal man efter AL § 111, stk. 3, nr. 3, udstede proklama i overensstemmelse med AL § 46, stk. 1.

Er de reserver, der kan anvendes til dækning af tab, utilstrækkelige, vil der fremkomme et negativt beløb, som kan begrænse moderselskabets udbyttebetalinger. Det er accepteret, at der henstår et udækket underskud efter straksafskrivning af koncerngoodwill.

Der må ikke gøres indgreb i reserver, som ikke kan benyttes til tabsdækning, f.eks. opskrivningshenlæggelser og den særlige reserve for egne aktier. Derimod kan det være relevant at benytte en overkursfond, selv om denne principielt er bundet i et aktieselskab. Dette kan især være tilfældet, hvor fonden er fremkommet i forbindelse med, at dattervirksomheden er erhvervet som apportindskud mod vederlag i selskabets aktier. Det er formentlig i så fald en betingelse, at beslutning om anvendelsen træffes samtidig med beslutningen om kapitaludvidelse til overkurs.

I praksis er hidtil set anvendt den fremgangsmåde at straksafskrive visse forskelsbeløb i forbindelse med konkrete erhvervelser af dattervirksomheder samtidig med, at der foretages aktivering og løbende afskrivning på andre forskelsbeløb. Det er indlysende, at en sådan praksis kræver særlig forklaring. Begrundelser, der går ud på, at der

sker aktivering, fordi koncernen ikke har tilstrækkelig egenkapital, er i strid med forsigtighedsreglen i ÅRL § 26.

Har en koncern valgt det princip at straksafskrive koncern-goodwill, må det følge af kontinuitetskravet, at modtagne beløb for goodwill ved afhændelse af en dattervirksomhed ikke kan indtægtsføres, men skal tilgå egenkapitalen direkte.

e. Kritik af straksafskrivning

En væsentlig begrundelse for straksafskrivning over egenkapitalen er, at køber i visse tilfælde betaler for en virksomhed i form af et antal gange det forventede årsoverskud. Hvis der skal afskrives på koncern-goodwill som en udgift for resultatopgørelsen, vil den nye dattervirksomheds bidrag til koncernens resultat blive reduceret dermed, hvilket netop er tanken med afskrivninger.

En anden begrundelse, som har været fremført - bl.a. i USA, hvor koncern-goodwill afskrives over en periode på op til 40 år - er, at firmaværdien ofte stiger i værdi og derfor ikke bør afskrives overhovedet. Dette modsvares af, at firmaværdien lige så ofte kan falde i værdi. Argumenterne er udtryk for en misforståelse af afskrivningens funktion.

Bestemmelsen, der tillader straksafskrivning af koncerngoodwill, blev indføjet i 7. direktiv som et alternativ til aktivering og afskrivning over koncernens resultatopgørelse. Fremgangsmåden har givet anledning til nogen kritik i udlandet, men også herhjemme.

Kritikken er især rettet mod det forhold, at det resterende forskelsbeløb straksafskrives over egenkapitalen, uden at afskrivningerne belaster de kommende års resultater. Kritikken gælder tillige de tilfælde, hvor en nyetableret hensættelse indgår i beregningen af forskelsbeløbet, der straksafskrives over egenkapitalen. I forbindelse med overtagelse af en virksomhed "fristes" nogle til overdrevne hensættelser til f.eks. strukturomlægning i eller samkøring med den overtagne virksomhed. Følgen bliver, at koncern-goodwill kan blive meget for høj og ude af trit med realiteterne bag den erhvervede virksomhed.

Straksafskrivning over egenkapitalen er tilsvarende egnet til at skjule nødvendige nedskrivninger over koncernens resultatopgørelse, hvor det efter erhvervelsen af en dattervirksomhed viser sig, at overprisen ikke kan begrundes.

Mange års dansk praksis med straksafskrivning af koncerngoodwill har vist, at dette system ikke i enhver henseende er ideelt. Her må imidlertid erindres, at muligheden for aktivering og afskrivning er til stede, og valget mellem aktivering og straksafskrivning overlades til virksomhederne.

Der kan peges på følgende andre ulemper ved straksafskrivning:

- den manglende driftspåvirkning af beløb, som fragår egenkapitalen, hvorved kravene til afkast af investeringen fortoner sig

- egenkapitalen og dermed soliditeten belastes uforholdsmæssigt i købsåret, idet der ikke er lidt et tab ved erhvervelsen

- nøgletallene fortegnes, især egenkapitalforrentningen.

f. Obligatorisk aktivering og afskrivning af koncerngoodwill, herunder levetid for koncerngoodwill

Omvendt er det relevant at overveje, om den alternative praksis, som er på vej internationalt, og hvorefter koncerngoodwill obligatorisk skal aktiveres og afskrives over resultatopgørelsen, er hensigtsmæssig i enhver henseende.

I den forbindelse kan peges på bl.a. følgende forhold:

- goodwill er et vanskeligt identificerbart aktiv, som ikke åbenlyst hører hjemme i balancen

- aktivering af immaterielle aktiver har generelt været anset som problematisk i forhold til det hidtil accepterede forsigtighedsprincip

- aktivering af visse immaterielle aktiver og ikke andre (egne oparbejdede) skaber ikke objektivitet og sammenlignelighed

- årlig afskrivning på den kapitaliserede værdi af den fremtidige indtjening, som betalt goodwill repræsenterer, neutraliserer helt eller delvis og måske vilkårligt den driftsmæssige effekt af den foretagne investering, hvorved bedømmelsen af denne effekt fortegnes. Følgen heraf kan give ledelsen et argument for tilbageholdenhed i investeringstilbøjeligheden

- det er forbundet med betydelige vanskeligheder at fastsætte afskrivningsperioden objektivt

- finansielle virksomheder straksafskriver koncerngoodwill, dog over resultatopgørelsen.

Det synes nu overvejende sandsynligt, at der vedtages en obligatorisk regel om aktivering af ikke alene koncerngoodwill, men også af andre immaterielle anlægsaktiver, hvilket man må indrette sig på. Der vil formentlig relativt hurtigt efter en indkøringsperiode samle sig en høj grad af konsensus om denne løsning, uanset den som nævnt indeholder ulemper.

IAS 22 nævner i afsnit 44 en række faktorer, som indgår i vurderingen af levetiden for koncern-goodwill:

- virksomhedens eller branchens forventede levetid,

- virkningerne af produktforældelse, ændringer i efterspørgsel og andre økonomiske faktorer,

- nøglepersoners eller grupper af ansattes resttjenestetid,

- forventede tiltag fra nuværende eller potentielle konkurrenter,

- juridiske, lovmæssige eller kontraktlige bestemmelser, der har indvirkning på levetiden.

Undladelse af afskrivning eller fastsættelse af en meget lang afskrivningsperiode er i strid med direktivets og dermed ÅRL's hensigt. Herom siger Koncernvejledningen (pkt. 5.3.2):

> Såfremt der sker aktivering og afskrivning af det resterende forskelsbeløb, vil der ved virksomhedskøb ikke sjældent være grund til at foretage afskrivningen over en længere periode end 5 år. Efter ÅRL § 36, stk. 2, skal noterne give en behørig begrundelse for valg af en sådan længere afskrivningsperiode.

Det må påregnes, at der vil danne sig en praksis for afskrivningsperioder på maximalt 20 år.

Viser det sig på et tidspunkt, at en aktiveret koncerngoodwill ikke er underbygget i indtjeningen, skal den nedskrives. IAS 22 anfører, at goodwill skal revurderes hvert år, og hvis den ikke længere har en fremtidig værdi, skal den udgiftsføres straks.

g. Resterende negative forskelsbeløb, badwill

Bestemmelsen om badwill blev indføjet i direktivet under forhandlingerne om 7. direktiv i Ministerrådet, bl.a. på dansk foranledning, for at regulere de situationer i praksis, hvor en virksomhed overtages for en pris, som er mindre end værdien af nettoaktiverne i henhold til det seneste regnskab.

Baggrunden for den lave pris i forhold til de bogførte værdier i virksomheden kan være, at der er gjort en god forretning ("lucky buy"), således at der ikke er et behov for nedvurdering af aktiverne. Aktivernes højere værdi eller måske passivers lavere beløb i forhold til bogført værdi må i så fald anskues som en opvurdering i stil med opskrivning.

En sådan "gevinst" må ikke indtægtsføres på købstidspunktet, selv om det med nogen sikkerhed kan konstateres, at der er tale om et fordelagtigt køb. Der findes endnu ikke en fast regnskabspraksis på dette område, og synspunkterne om kriterier for realisation er delte. "Lucky-buy"-situationerne kan ikke i sig selv være grundlag for indtægtsføring.

Er aktiverne til stede, men forskelsbeløbet (rabatten til køber) skyldes forventet ringe indtjening, skal der ved købet tages stilling til den regnskabsmæssige behandling uden nedskrivning af de købte aktiver.

IAS 22 nævner i afsnit 49 begrebet negativ goodwill. Det foreslås her, at negative forskelsbeløb behandles som "deferred income", der indtægtsføres på systematisk basis over en periode på ikke over 5 år, medmindre en længere periode, der ikke må overstige 20 år, kan begrundes. Denne fremgangsmåde er ikke helt overensstemmende med bek. § 17 og 7. direktivs art. 31, som forudser, at det negative forskelsbeløb enten henlægges under Egenkapitalen, eller at det opføres under Hensættelser. I sidst-

nævnte tilfælde må det kun indtægtsføres i det omfang, den forventede udgift eller ugunstige udvikling, som begrundede definitionen af forskelsbeløbet som en hensættelse, realiseres.

Placeres beløbet under Egenkapital, kan det ikke senere indtægtsføres. Beløbet skal opføres under en særskilt romertalspost. Benævnelsen heraf er ikke reguleret, men "Mindrepris i forhold til bogførte værdier ved køb af dattervirksomhed" kunne tænkes anvendt. Ordet "badwill" er næppe særlig hensigtsmæssigt i den forbindelse.

En eventuel koncern-badwill, der tidligere er tillagt koncernegenkapitalen, kan ikke umiddelbart anvendes til straksafskrivning af koncerngoodwill. Derimod må der sker modregning af positive og negative forskelsbeløb i selve købsåret.

V. Ansvarlig indskuds- eller lånekapital

Optagelse af ansvarlig indskuds- eller lånekapital eller af andre lån forbundet med kreditors tilbagetrædelse i forhold til andre kreditorer hænger ofte sammen med ønsket om at kunne etablere en kapital, der er lettere at trække ud igen end den registrerede selskabskapital. I forhold til selskabskapitalen indebærer en sådan kapital, at selskabslovenes beskyttelsesregler, f.eks. ved kapitalnedsættelse eller selskabsopløsning, ikke finder anvendelse. Indskyderne er i almindelighed sikret en rente uanset selskabets resultat og skal ved opløsning have del i udlodning forud for selskabsdeltagerne.

Medens der kan være gode forretningsmæssige grunde til at optage ansvarlig lånekapital i stedet for indskud på selskabskapitalen, ligger det fast, at sådanne "indskud" er at betragte som fremmedkapital i balancen. Optagelse i egenkapitalen vil være vildledende for regnskabsbrugeren, uanset at kreditor i henhold til den ansvarlige lånekapital træder tilbage i forhold til alle øvrige kreditorer.

Ansvarlig indskuds- eller lånekapital skal derfor optages som en særskilt post under gæld, normalt under langfristet gæld. Det vil være tilladt i noterne at vise en samlet, såkaldt "ansvarlig kapital", som summen af egenkapital og ansvarlig indskuds- eller lånekapital. En sådan sum må imidlertid ikke indregnes i summen for egenkapitalen eller i dennes romertalsposter.

I BSL § 22 er ansvarlig indskudskapital i et vist omfang sidestillet med egenkapital som efterstillet kapitalindskud.

VI. Revision af egenkapitalen

a. Selskabsrevisors opgave

Det er årsregnskabet med dets bestanddele, balance, resultatopgørelse, eventuel pengestrømsopgørelse og noter, der skal revideres og forsynes med revisionspåtegning. Revisionen omfatter også det eventuelle koncernregnskab.

Under sin revision af årsregnskabet skal revisor ved en selvstændig vurdering danne sig en begrundet overbevisning om rigtigheden af de i årsregnskabet indeholdte

oplysninger, herunder at der som foreskrevet gives et retvisende billede af selskabets forhold.

Mht. balancen skal revisor undersøge, om aktiverne reelt tilhører selskabet og er til stede, samt om aktiverne er forsvarligt værdiansat og optaget korrekt i regnskabet. Endvidere skal påses, at alle kendte forpligtelser, herunder eventualforpligtelser af betydning for den økonomiske stilling, er oplyst i regnskabet. Revisor skal i den forbindelse forholde sig til, om også egenkapitalen er retvisende.

Herudover skal revisor påse, at årsberetningen indeholder de krævede oplysninger. Revisor skal f.eks. påse, at årsberetningen indeholder omtale af usædvanlige forhold, der har påvirket årsregnskabet, af væsentlige usikkerheder eller af betydningsfulde hændelser indtruffet efter regnskabsårets afslutning.

b. God revisionsskik

"God revisionsskik" er en retlig standard, som ikke er nærmere defineret i lovgivningen. Herved forstås, at revisionen skal udføres i overensstemmelse med de principper, som til enhver tid er almindeligt accepterede og anvendte af kyndige og ansvarsbevidste revisorer, og ved anvendelse af anerkendte metoder og revisionshandlinger. Disse normer ændrer sig løbende med udviklingen i revisorfaget.

God revisionsskik tilsiger, at revisor også tager stilling til berettigelsen af, at årsregnskabet aflægges efter going concern forudsætningen.

Revisionen er i de senere år blevet væsentligheds- og risikoorienteret. Det indebærer, at revisor skal udføre sit arbejde, således at hovedvægten lægges på de poster i årsregnskabet og de dele af det interne kontrolsystem, inden for hvilke risikoen for væsentlige fejl er størst. I højere grad bliver en helhedsvurdering afgørende. Andet vil være for omkostningskrævende.

c. Koncernrevisor

Revisor i et moderselskab skal revidere koncernregnskabet og koncernvirksomhedernes indbyrdes regnskabsmæssige forhold og har ansvaret for rigtigheden af dette regnskab. Transaktioner og mellemværender mellem koncernvirksomhederne skal omfattes af revisionen. Revisionspåtegningen omfatter også koncernregnskabet.

Har moderselskabet mere end én revisor, skal revisionen af koncernregnskabet i princippet foretages af samtlige valgte revisorer, der bærer ansvaret.

Koncernrevisor skal bl.a. påse, at betingelserne for at udelade en koncernvirksomhed fra konsolideringen eller for ikke at betragte en andel på over 20% af stemmerne i en anden virksomhed som en associeret virksomhed er berettiget. Revisor skal herunder overbevise sig om, at en modervirksomhed f.eks. ikke med det formål at ville "pynte" på koncernregnskabet omgår konsolideringspligt ved at "flytte" aktiviteter til associerede virksomheder, hvori modervirksomheden i realiteten har bestemmende indflydelse, og derved ukorrekt nedbringer balancesummen.

d. Revisionens formål

Det overordnede formål med revisors erklæring (påtegning) på et regnskab er at give det pågældende regnskab/koncernregnskab en troværdighed hos modtagerne, som det under hensyntagen til den menneskelige natur ikke ville have haft i samme omfang

uden en erklæring. Revisionspåtegningen er først og fremmest revisors meddelelse til regnskabsbrugerne om årsregnskabet og visse forhold i tilknytning dertil. Dette er påtegningens kernebudskab, og den bør kun indeholde andre meddelelser, hvis de er absolut nødvendige - enten som forbehold eller som nødvendige supplerende oplysninger.

e. Going concern - ledelsens rolle

Ledelsen, der har ansvaret for aflæggelse af årsregnskabet og koncernregnskabet på going concern-basis, udarbejder i de allerfleste tilfælde med rette regnskaberne med fortsat drift for øje.

Problemer med fortsat drift udgør et meget følsomt område, som altid angår virksomheder i økonomiske vanskeligheder. Ofte er forholdene uklare i tabssituationer, og ledelsen kan have forventninger, som er mere eller mindre realistiske om en forbedring af driften.

Et årsregnskab skal indeholde fornøden oplysning om en aktuel krisesituation. Ledelsen skal i årsberetningen redegøre for den forventede fremtidige udvikling. Herunder hører som en selvfølge at oplyse om muligheden eller de særlige forudsætninger for at fortsætte aktiviteterne fremover.

Må ledelsen forudse, at virksomheden ikke kan overleve det følgende regnskabsår, kan going-concern forudsætningen slet ikke benyttes, men værdiansættelsen af aktiver i årsregnskabet må baseres på likvidationsværdier (realisationspriser).

I AL § 54, stk. 3, forpligtes bestyrelsen til at overvåge, om selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt i forhold til selskabets drift. Kravet er kun udtrykkeligt fastsat for aktieselskaber, men må under visse omstændigheder anvendes analogt på anpartsselskaber.

Der er ikke længere fastsat bestemte kriterier for, endsige nogen pligt til at afvikle virksomheder på grund af manglende indtjening eller egenkapital, således som det fandtes i tidligere konkurslovgivning. Dette hænger øjensynligt sammen med, at de forekommende tilfælde kan være af højst forskellig art, således at anvendelse af bestemte kriterier måske kunne ramme hensigtsmæssigt i nogle tilfælde, medens de ville virke urimelige i andre tilfælde. Skulle der foreskrives bestemte kriterier, måtte de formentligt forsynes med undtagelser for særlige tilfælde i et omfang, der ville betyde, at bestemmelsen knapt ville kunne opfylde sit formål.

En virksomhed vil ikke kunne betragtes som en going concern, når det må kan antages, at den ikke inden for en overskuelig fremtid vil disponere over tilstrækkelige midler til at opfylde sine forpligtelser, efterhånden som de forfalder, eller hvis udefra kommende forhold vil medføre, at en ellers solvent virksomhed bliver tvunget til at ophøre eller i væsentligt omfang reducere sine aktiviteter. Manglende kapitalberedskab er et forvarsel om, at der kan være problemer med fortsat drift.

En række forhold, anført i *Rev. 6*, kan indicere potentielle problemer. Herunder nævnes især, hvis virksomhedens samlede gæld overstiger summen af aktiverne (negativ egenkapital) og/eller den kortfristede gæld overstiger omsætningsaktiverne,

Selv om det ikke forekommer ofte, kan det være ansvarspådragende at give en urealistisk positiv beskrivelse af selskabets situation i årsberetningen. En ledelses løst funderede "beroligende udtalelser" i en særlig rundskrivelse til virksomhedens le-

verandører fandtes dog (UfR 1974.1005 H) ikke at have påført bestyrelsen ansvar for tab på en kredit ydet bl.a. på grundlag af skrivelsens indhold.

f. Going concern - revisors rolle

God revisionsskik tilsiger som nævnt, at revisor tager stilling til berettigelsen af, at årsregnskabet aflægges efter going concern forudsætningen. Problemer med fortsat drift udgør et meget følsomt område, som altid angår virksomheder i økonomiske vanskeligheder. Et årsregnskab skal indeholde oplysning om en aktuel krisesituation.- Revisor skal - ved afkræftelse af de i Rev. 6 anførte indikationer - tage stilling til og overbevise sig om, at anvendelse af going concern-forudsætningen i regnskabet er rimelig i det konkrete tilfælde.

Er fortsat drift betinget af fortsat eller supplerende finansiel støtte eller anden form for støtte fra ejerkredsen eller fra långivere (pengeinstitut), må revisor få sådanne tilsagn om støtte bekræftet, eventuel direkte ved henvendelse til den implicerede tredie part. Støtte kan foreligge i form af garantitilsagn, kaution og lign., hvorimod et "letter of awareness", der alene er en hensigtserklæring - ofte rettet mod konkrete långivere - ikke er tilsigtet at udgøre og derfor ikke kan accepteres som et juridisk bindende tilsagn om støtte til virksomheden.

Er revisor ikke i stand til at overbevise sig om, at den fornødne støtte vil kunne fortsætte eller tilvejebringes, eller i øvrigt er uenig med ledelsen om opfyldelse af going-concern forudsætningen, skal der tages forbehold i revisionspåtegningen. Kommer revisor til den konklusion, at der ikke er grundlag for at betragte virksomheden som en going concern, men regnskabet alligevel er udarbejdet efter dette princip, skal revisor i påtegningen præcisere sin uenighed med ledelsen herom, så forbeholdet fremgår klart.

Et forbehold i revisionspåtegningen for going-concern kan ikke tages betinget. Er omstændighederne ikke afklarede, må revisor om fornødent bidrage til, at afklaring sker, f.eks. ved at tage initiativ til drøftelser med finansieringskilder, som ofte har interesse i, at revisor ikke tager forbehold og derfor vil være tilbøjelig til at deltage i forhandlinger om de foranstaltninger, der er nødvendige. Ethvert kendskab til faktorer, som kan be- eller afkræfte virksomhedens stilling som going concern i det kommende år, må inddrages i vurderingen. Konsekvenserne af en fejlvurdering kan være alvorlige, både hvor revisor tager forbehold, og hvor revisor ikke tager forbehold.

I *Responsum nr. 1035 og 1041* (6/12 1994) tilkendegav udvalget som sin opfattelse, at der ikke havde været tilstrækkelig sikkert grundlag for årsberetningens oplysning om, at selskabets egenkapital skønnedes at være positiv, hvilket burde have fremgået af revisionspåtegningen.

I Revisornævnsafgørelse af 26. november 1985 blev en statsautoriseret revisor tildelt en advarsel, fordi det ikke blev udtrykt tilstrækkeligt klart i revisionspåtegningen, at værdien af et aktiv var usikker og beroede på et subjektivt skøn om den forventede indtjening.

Om revisoransvar for manglende oplysning om krisetilstand, kan henvises til dommen i UfR 1980/178 Ø.

g. Nordisk Fjer-dommen

ØL-dom i Nordisk Fjer beskæftiger sig indgående med revisorerne, som dømtes såvel for grov uagtsomhed som for pligtforsømmelse.

Anklageskriftet omfattede 11 forhold mod revisorerne. Byretten udtalte i størstedelen af forholdene kritik af revisorernes arbejde, men domfældte kun i 3 forhold. I henved halvdelen af forholdene frifandt byretten på grund af forældelse. I de resterende forhold skyldtes frifindelsen, at revisorerne efter byrettens opfattelse ikke havde handlet i strid med god revisionsskik, eller at deres fejl ikke havde en sådan grovhed, at de var omfattet af STRL. Byretten bedømte de tiltaltes forhold efter lovgivningen og praksis, som den så ud sidst i 1980erne.

Under domsforhandlingen for landsretten dokumenteredes et af City Revision til direktionen og bestyrelsen stilet brev med tilhørende notat indeholdende meget kritiske bemærkninger om koncernens regnskabsførelse og ledelsens manglende samarbejdsvilje. Gengivelsen af dette materiale i uddrag fylder 3 af landsretsdommens 22 sider. De tiltalte revisorers kendskab hertil har angiveligt været en medvirkende årsag til landsrettens skærpede holdning til skyldspørgsmålet for revisorernes vedkommende.

Ved landsretten blev revisorerne fundet skyldige i betydeligt større omfang end antaget i byretsdommen, nemlig i 8 af de 11 forhold. Kun i begrænset omfang skærpedes vurderingen af de tiltalte revisorers adfærd.

Det fremgår af strafudmålingen, at landsretten - i modsætning til byretten - fandt grundlag for en differentieret bedømmelse af strafværdigheden for de tre revisorer. Således lagde landsretten afgørende vægt på, at den ene revisor ifølge en indbyrdes aftale var den primære kontaktperson til koncernledelsen og som sådan nærmest til at påtale forhold over for ledelsen. Medrevisor virkede som "andenrevisor".

Landsretten bemærkede herved, at revisorerne i en række forhold havde været på sporet af kritisable forhold, som de derefter uden saglig begrundelse havde ladet sig overtale af den dominerende bestyrelsesformand til ikke at forfølge, og at det navnlig måtte påhvile hovedrevisor at stå fast over for ledelsen.

Medrevisor blev fundet skyldig i et noget mindre omfang end de to andre revisorer (6 forhold).

Responsumudvalget fandt i sagen ikke anledning til i særlig grad at tage hensyn til de foreliggende oplysninger om, at der var tale om væsentlige besvigelser og regnskabsmanipulationer med henblik på at forbedre regnskaberne.

Byretten udtalte i den forbindelse, at det *ikke var beskrevet i anklageskriftet*, at en revision i overensstemmelse med god revisionsskik ville have afdækket, at der forekom fiktive eller bedrageriske transaktioner. Med landsrettens skærpede bedømmelse må det konstateres, at heller ikke landsretten fandt, at de af ledelsen begåede omfattende besvigelser var en formildende omstændighed i relation til revisorerne.

Landsretsdommen fastslog, at revisonen ikke var udført i overensstemmelse med god revisionsskik. Retten fandt manglerne så alvorlige - som følge af der ikke var taget fornødne forbehold i revisionspåtegningerne - at revisorerne havde handlet groft uagtsomt og udvist grov forsømmelse eller skødesløshed, som i de fleste af forholde-

ne udgjorde en overtrædelse af STRL 296, stk. 2. Landsretten var også enig med byretten i spørgsmålet om revisors pligt til at gennemgå medrevisors arbejde.

Endvidere slås det fast, at det ikke ved revision af koncernregnskaber er tilstrækkeligt at basere sig på, at revisionen af dattervirksomhederne er udført af anerkendte revisorer, og at denne revision ikke har givet anledning til forbehold i revisionspåtegningen. Koncernrevisorerne skal foretage en selvstændig vurdering af samtlige foreliggende oplysninger, og hvis denne vurdering fører til, at der er udestående spørgsmål eller problemer, skal koncernrevisorerne følge op herpå.

Anklagemyndigheden havde under sagen gjort gældende, og landsretten var enig i, at der kunne foretages en helhedsvurdering af de tiltaltes adfærd, således at graden af uagtsomhed og pligtforsømmelsernes grovhed skulle vurderes som summen af fastslåede fejl og forsømmelser i alle forholdene, og således at sammenhængen mellem flere forhold i sig selv kunne føre til, at der burde være taget forbehold i revisionspåtegningerne.

Den nævnte helhedsvurdering må primært gå på, at det ved strafudmålingen er taget i betragtning, at der var flere tilfælde, hvor revisorerne burde have taget forbehold i revisionspåtegningen.

At revisorerne valgte ikke at tage bare ét forbehold, anses i sig selv i dommen som en pligtforsømmelse. Men det fremgår tillige, at en helhedsvurdering af flere forhold i hvert fald burde have ført til forbehold.

Der er ingen tvivl om, at revisor skal foretage en helhedsvurdering, inden et regnskab forsynes med en revisionspåtegning. Selvom enkeltstående forhold isoleret set ikke giver anledning til forbehold, vil en helhedsvurdering alligevel kunne give anledning til, at revisor finder det nødvendigt at - og derfor skal - tage forbehold i påtegningen. Dommen bekræfter denne praksis. I dommen fremhæves tillige, at der skal tages hensyn til en mulig sammenhæng mellem forskellige forhold. Også dette må anses for en naturlig pligt for revisor efter gældende praksis.

I denne sag som i andre får man aldrig at vide, hvad der var sket, hvis revisorerne havde taget bare ét forbehold. Givet er det, at flere forbehold i revisionspåtegningen for et af regnskabsårene ville have udløst en tidlig reaktion, formentlig med en anden regnskabsaflæggelse til følge.

h. Konfliktsituationer

Rollefordelingen mellem revisor og ledelse er ikke altid klar. Det er ledelsen, der skal aflægge et regnskab, som klart melder ud, hvis aktiviteterne helt eller delvist ikke kan fortsætte, i form af oplysninger, der er relevante for regnskabsbrugerne i den konkrete situation. Ledelsen skal i årsberetningen redegøre for den forventede fremtidige udvikling. Herunder hører som en selvfølge at oplyse om muligheden eller særlige forudsætninger for at fortsætte driften fremover.

Men resultatet har i en del tilfælde været, at kritikken af en for optimistisk regnskabsafklæggelse har været vendt mod revisor og ikke mod den primært ansvarlige, virksomhedens ledelse, som burde være nærmest til at kende forholdene og drage konsekvenserne deraf i regnskaberne.

Det kan ikke udelukkes, at kritikken er rettet mod revisor, fordi denne måske bedre end visse ledelsesmedlemmer ved, hvorledes situationen er. Revisor har måske ikke altid indset dette og derfor undladt at tage forbehold. Der kan også være tale om rådgivning fra revisor til ledelsesmedlemmer, som ikke fuldt ud afspejler sig i årsregnskabet.

I den sammenhæng er det tankevækkende, at kravene til revisor i Rev. 6 er langt mere detaljerede og restriktive end de krav eller snarere mangel på samme, der gælder en ledelse i den pågældende situation.

i. Konkluderende bemærkninger

Som offentlighedens tillidsrepræsentant kan revisor ikke se passivt til overfor væsentlige mangler i regnskabet eller mangler i årsberetningen. Ved sin stillingtagen i konfliktsituationer skal revisor optræde med fornøden integritet, dvs. uden påvirkning fra klient eller andre, og dermed bedst muligt varetage også offentlighedens interesser.

Interessegrupperne omkring en virksomhed vil til tider have indbyrdes modsat rettede interesser og i hvert fald ikke altid en sammenfaldende opfattelse af og forventning til virksomheden eller til revisors rolle.

En mulig kollision kan være med reglerne om revisors tavshedspligt, hvor problemstillingen især vil berøre følsomme områder. Typiske eksempler er en virksomhed i krise, hvor fremtidsudsigterne indikerer, at der er fare for sammenbrud, eller tilfælde, hvor en virksomheds kapitalberedskab må skønnes utilstrækkeligt.

Omverdenens tolerance er blevet indsnævret i tilfælde, hvor lovgivningen ikke er præcis, og hvor det er overladt til ledelsen under revisors påtaleret at vælge en acceptabel fremgangsmåde.

Revisorerne har et medansvar for, at regnskabsbrugernes berettigede behov tilfredsstilles. Revisorerne tager udfordringen som offentlighedens tillidsrepræsentant seriøst, især i forbindelse med kriseramte virksomheder.

Egenkapitalen er en enkelt, men ikke uvæsentlig brik i et samlet regnskabs mange udsagn. Den hurtige erodering af værdier kræver stor agtpågivenhed i revisors bedømmelse af den i regnskaberne angivne egenkapital og udviklingen deri. Begge dele skal være retvisende. Det vil dog være optimistisk at tro, at egenkapitalen i et regnskab vil kunne angives retvisende forstået som teoretisk korrekt.

En regnskabsbruger må stille sig tilfreds med, at niveauet for den angivne egenkapital må vurderes med en rimelig fejlmargin. Usikkerhed vedrørende størrelsen af egenkapitalen bør ledsages af fornødne oplysninger om anvendte forudsætninger ved opgørelsen og foreliggende større risici. Men frem for alt må udviklingsretningen for egenkapitalen angives korrekt i regnskabet.

Vanskeligheder med opgørelsen af en virksomheds egenkapital skal imidlertid ikke afholde nogen fra at aflægge regnskab. Vanskelighederne må erkendes, og på linie med kritik i enkeltstående tilfælde må de følges op af bestræbelser på at forbedre målemetoder og begrebsapparatet. Især må der findes frem til forståelige og internationalt anerkendte metoder.

Sådanne bestræbelser har været gjort og gøres fortsat, efterhånden med IASC som den toneangivende standardsætter. Kun fremtiden vil vise, om begrebsapparatet i løbet af de kommende år skal skiftes til nutids-værdibaseret regnskabsaflæggelse.

Der synes at være et behov for opstramning af regnskabslovgivningens krav på enkelte områder, men især kravene til ledelsen i relation til forudsætningen for anvendelse af going concern princippet. Her kunne der tages udgangspunkt i kravene til revisorer i Rev 6.

VII. Forkortelser:

AL:	Aktieselskabsloven
ApSL:	Anpartsselskabsloven
Bek.:	Årsregnskabsbekendtgørelsen
BSL:	Bank- og sparekasseloven
FASB:	Financial Accounting Standards Board, udgiver regnskabsstandarder i USA
IASC:	International Accounting Standards Committee, udgiver Internationale regnskabsstandarder (IAS)
Rev.:	Revisionsvejledning, udgivet af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer
US GAAP:	General accepted accounting practice in US
ÅRL:	Årsregnskabsloven