



## Aktie- og anpartsselskabsret

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.

Det er et selskab, hvis erhverv er at udlevere aktier og anparte.



Paul Krüger Andersen

Aktie- og anpartsselskabsret  
Kapitalselskaber

*Jubilæumsudgave*

---

15. reviderede udgave  
under medvirken af  
Peter Krüger Andersen



Djøf Forlag  
2021

*Poul Krüger Auktioner  
Under medvirkning af  
Peter Krüger Auktioner  
Aktie- og auktionehandelskab  
Kapitalsejlskaber*

*Auktionsoversigt  
15. udgave, U opdag*

© 2021 by Djøf Forlag

*Alle rettigheder forbeholdes.  
Mekanisk, elektronisk, fotografi eller anden gengivelse af  
eller kopiering fra denne bog eller deler heraf  
er ifølge gældende dansk lov om ophavsret ikke tilladt  
uden forlagens skriftlige samtykke eller aftale med Copy-Dan.*

Omsag: Marianne Tengkov  
Tryk: Clemenstrykkeriet, Viborg

Printed in Lithuania 2021

ISBN 978-87-574-4948-4  
e-bog ISBN 978-87-7198-594-4

*Til Else :*

Jæst- og Økonomiforbundets Forlag  
Gyllengade 137  
1123 København K

Telofon: 39 13 55 06  
e-mail: [foxbag@djøf.dk](mailto:foxbag@djøf.dk)  
[www.djøf-forlag.dk](http://www.djøf-forlag.dk)

# Indholdsfortegnelse

<b>Førord .....</b>	<b>15</b>
<b>Kapitel 1. Indledning .....</b>	<b>17</b>
1.1. Forskellige selskabstyper – den selskabsretlige frihed .....	17
1.2. Selskabslovens anvendelsesområde .....	21
1.3. Nogle træk af selskabslovgivningens historie .....	26
1.3.1. De første love, AL 1917 .....	26
1.3.2. AL 1930 .....	27
1.3.3. Selskabslovene af 1973, Anpartsselskabsloven af 1996 .....	28
1.3.4. EU-harmoniseringen .....	32
1.3.5. Modernisering af de danske selskabslove – selskabsloven af 2009 .....	46
1.4. Aktieselskaberne og anpartsselskaberne er de dominerende selskabsformer .....	56
1.5. Fremstillingens systematik .....	59
<b>Kapitel 2. Kapitalselskabsrettens mål og midler .....</b>	<b>61</b>
2.1. De beskyttede interesser .....	61
2.1.1. Den klassiske aktieselskabsret .....	61
2.1.2. Indflydelsen fra den økonomiske teori: Et selskabsretligt paradigmeskifte .....	65
2.1.2.1. Indledning .....	65
2.1.2.2. Corporate governance .....	67
2.1.2.3. Principal/agent-teorien .....	69
2.1.2.4. Om aktionærindflydelsen i danske selskaber .....	70
2.1.2.5. Shareholder/stakeholder value – selskabers samfundsansvar .....	74
2.1.2.6. A Market for Corporate Control .....	79
2.1.2.7. Selskabers kapitalstruktur .....	80
2.2. Midlerne .....	82
2.2.1. Normativ- og publicitetssystemet .....	82

<b>Kapitel 8. Beskyttelsen af selskabets kapital .....</b>	<b>273</b>
8.1. Indledning .....	273
8.2. Kapitalbesparelse .....	275
8.2.1. Almindelige regler .....	275
8.2.2. Nedsættning til dækning af underskud .....	277
8.2.3. Amortisation .....	279
8.3. Kapitaltab – tomme selskaber .....	281
8.4. Egne aktier og anparter (egne kapitalandele) .....	287
8.4.1. Fra forbud til liberalisering .....	287
8.4.2. Formålene med køb og salg af egne aktier og anparter .....	289
8.4.3. Ændring af kapitaldirektivet .....	290
8.4.4. Fuld liberalisering .....	292
8.4.4.1. Selskabslovens kap. 12 .....	292
8.4.4.1.1. Omfang og betingelser .....	293
8.4.4.1.2. Kravet om bemyndigelse .....	294
8.4.4.1.3. Undtagelsesregler .....	296
8.4.5. Øvrige regler, der er videreført .....	298
8.4.6. Virkningen af besiddelse af egne kapitalandele .....	300
8.4.7. Den regnskabsmæssige behandling af egne kapitalandele .....	301
8.4.8. Berørte problemer .....	302
8.4.9. Gennemførelsen af køb og salg af egne kapitalandele .....	304
8.4.10. Har liberaliseringen givet anledning til misbrug? .....	305
8.5. Økonomisk bistand med et kapitalselskabs egne midler .....	306
8.5.1. Indledning .....	306
8.5.2. Bistand til modersselskaber, kapitalejere, ledelsesmedlemmer m.v. ....	307
8.5.3. Lånesforbuddets omfang .....	309
8.5.4. Den omfattede personkreds .....	311
8.5.5. Betingelserne for ydelse af lån til kapitalejere .....	316
8.5.6. Selvfinansiering .....	317
8.5.7. Konsekvenserne .....	325
8.5.8. Kontrollen med reglernes overholdelse .....	328
8.6. Udbytte og konsolidering .....	330
8.6.1. Hvilke beløb kan uddeles som udbytte? .....	330
8.6.2. Konsolideringspligten .....	334
8.7. Maskeret udbytte/udlodning .....	334
8.8. Folgerne af ulovlig udbetaling fra selskabet .....	336

## *Indholdsfortegnelse*

<b>Kapitel 9. Selskabets organisation</b>	339
9.1. Den traditionelle organisation	344
9.2. Nye ledelsesmodeller	346
9.3. Selskabets ledelse	346
9.3.1. Sammensætning og funktion	346
9.3.1.1. Bestyrelsen	356
9.3.1.2. Direktionen	360
9.3.1.3. Særligt om diversitet og ligestilling	363
9.3.1.4. Tilsynsrådets opgaver og funktion	365
9.3.2. Ledelsens opgaver og pligter	370
9.3.3. Repræsentation og tegningsret	
9.3.4. Interessekonflikter mellem ledelse og selskab: Ledelsens loyalitetspligt	374
9.3.4.1. Inabilitet	376
9.3.4.2. Spekulation med selskabets aktier – insiderhandel og kursmanipulation	381
9.3.4.3. Økonomisk bistand	391
9.3.4.4. Overtagelsestilbud	391
9.3.4.5. Tavshedspligt	392
9.3.5. Ledelsens aflønning	393
<b>Kapitel 10. Medarbejderne og selskabet</b>	401
10.1. Forskellige regelsæt regulerer medarbejdernes stilling	401
10.2. Repræsentation i det øverste ledelsesorgan	405
10.2.1. Formålet: kommunikation og indflydelse på øverste ledelsesniveau	405
10.2.2. Repræsentationen	408
10.2.3. Medarbejdernes ret til indsigt, hvis der ikke er repræsentation	414
10.2.4. Frivillige ordninger	414
10.2.5. Medarbejderrepræsentanternes retlige stilling	415
10.2.6. Medarbejdernes indflydelse som kapitalejer – udbyttedeling og aktieløn	422
<b>Kapitel 11. Generalforsamlingen</b>	425
11.1. Indledning	425
11.2. Kapitalejernes indflydelse i selskabet udøves på generalforsamlinger	427
11.3. Ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger	434

## Inhaltsfortegnelse

11.4. Generalforsamlingens afholdelse	436
11.4.1. Indkaldelsen	436
11.4.2. Dagsorden	438
11.4.3. Adgang til generalforsamlingen	440
11.4.4. Stemmeret	446
11.4.5. Dungsten	451
11.4.6. Aftællinger	453
11.4.7. Spørgeudkastet	456
11.5. Elektronisk kommunikation og n-generalforsamlinger	460
11.5.1. Indstilling	460
11.5.2. Elektroniske generalforsamlinger	462
11.5.3. Elektroniske bestyrelsesmøder	463
11.5.4. Elektronisk kommunikation	468
<b>Kapitel 12. Minoritetsbeskyttelse</b>	<b>471</b>
12.1. Oversigt og hovedprincipper	471
12.2. Individualrettsmøder – enstemmighedsreglerne	475
12.3. Reglerne om kvalificeret flertal	476
12.3.1. Vedtægtsændringer	476
12.3.2. SL § 107, stk. 2	478
12.3.3. Vedtægtsbestemmelser om udbytte og om forskydning af retsforholdet mellem kapitalklasserne	482
12.3.4. Begrensninger i stemmeretten. Stemme Loft	484
12.3.5. Indløsningret som følge af vedtægtsændringer. SL § 110	485
12.4. Generalklausulen	486
12.5. Minorembejtydelse	491
12.6. Retsvurderinger af mangler ved generalforsamlingens afholdelse og beslutninger	493
<b>Kapitel 13. Regnskab og revisjon</b>	<b>497</b>
13.1. Årsrapporten	497
13.1.1. Årsregnskabslægningen i perspektiv	497
13.1.2. Årsrapportens funktioner	500
13.1.3. Årsrapportens opbygning og bestanddele	503
13.1.4. Et revisende billede – kvalitetskrav og grundlagende forudsætninger	506
13.1.5. Indregning og måling (vennlægget/besreglet)	508
13.1.6. Virksomhedsstatistikken	510
13.1.7. Offentliggørelse og kontrol	512

13.1.8. Årsregnskabsloven og selskabsretten .....	515
13.1.9. Ikke-finansielle oplysninger .....	518
<b>13.2. Revision .....</b>	<b>521</b>
13.2.1. Udviklingen – i en nøddeskål .....	521
13.2.2. Fra to revisorlove til én lov .....	523
13.2.3. Revisorloven omfatter kun visse erklæringsopgaver .....	524
13.2.4. Kravene til revisor – revisor som offentlighedens tillidsrepræsentant .....	525
13.2.5. Revisionens formål og omfang .....	528
13.2.6. Lempelse af revisionspligten for mindre virksomheder .....	534
13.2.7. Revisionsudvalg .....	536
13.2.8. Revisoransvar .....	537
<b>13.3. Granskning .....</b>	<b>542</b>
<b>Kapitel 14. Erstatnings- og strafansvar .....</b>	<b>547</b>
14.1. Erstatningsansvar .....	547
14.1.1. Hvem kan blive erstatningsansvarlig? .....	547
14.1.2. Ansvar i forbindelse med stiftelsen .....	548
14.1.3. Selskabsledelsens ansvar .....	551
14.1.3.1. Almindeligt om ansvaret .....	551
14.1.3.2. Ansvaret over for selskabet eller dettes bo ...	562
14.1.3.3. Særligt om ansvar over for individuelle kapitalejere .....	573
14.1.3.4. Særligt om ansvaret over for enkelte kreditorer .....	575
14.1.4. Kapitalejernes ansvar .....	583
14.1.5. Beslutningen om at gøre ansvar gældende .....	590
14.1.6. Straf og andre retsfolger .....	591
<b>Kapitel 15. Koncerner .....</b>	<b>599</b>
15.1. Koncerne: Enhed og flerhed .....	599
15.2. Koncembegrebet .....	602
15.3. Hvorledes konstateres koncerndannelse? .....	612
15.4. Om moderselskabets ledelsesret af koncernen .....	613
15.4.1. Forholdet til datterselskabets kreditorer .....	615
15.4.2. Ansvar, ansvarsgennembrud og identifikation .....	618
15.4.3. Forholdet til minoritetsaktionærer i datterselskabet ....	625
15.4.4. Forholdet til koncernens arbejdstagere .....	632
15.5. Reglerne om koncernregnskaber m.v. .....	633

Kapitel 16. Ophør og struktureredinger	637
16.1. Opbør og strukturering	637
16.2. Oplesning af aktie- og aproprieteskaber ved betalingsbeklæring	642
16.3. Kunken efter solvent likvidation?	643
16.3.1. Ved afviklingens påbegyndelse	643
16.3.2. Senere overgang til rekonstruktionsbehandling eller konkurs	646
16.3.3. Rekonstruktion og konkurs	646
16.4. Solvent likvidation	648
16.4.1. Likvidationsreglernes formål	648
16.4.2. Beslutningen om likvidation - pligtmæssig og frivillig likvidation	649
16.4.3. Væg af likvidator	652
16.4.4. Likvidationsens begyndelsesstidspunkt	652
16.4.5. Likvidationsens gennemførelse	653
16.4.5.1. Likvidations almindelige stilling	653
16.4.5.2. Repskaber	654
16.4.5.3. Afvældingen af gælden	657
16.4.5.4. Realisering af aktiverne	658
16.4.5.5. Udlodning og udbyttet	659
16.4.5.6. Den tidligere ledelses eventuelle ersättningssvar	660
16.4.5.7. Likvidations survar	661
16.4.6. Likvidationsens indflydelse på selskabets relatiohold	661
16.4.7. Boets slutning	663
16.4.8. Genoptagelse af virksomheden	663
16.4.9. Reassumption	664
16.4.10. Transplesning	665
16.5. Fusion	668
16.5.1. Almindelig orientering	668
16.5.2. Fusionsgrundlaget	672
16.5.3. Fusionens beslutning	679
16.5.4. Fusionen som universalsuccession	681
16.5.5. Beskyttelse af aktionærers og kreditmænds interesser	684
16.6. Spaltning	687
16.6.1. Indledning	687
16.6.2. Definition og spaltningsformer	689
16.6.3. Spaltningsproceduren	690
16.6.4. Fravigeler vedrørende aproprieteskaber	692
16.6.5. Sikring af kapital ejere og kreditorer	693

*Indholdsfortegnelse*

16.6.6. Hvornår er spaltningen gennemført? .....	693
16.6.7. Grænseoverskridende fusion og spaltning .....	693
16.7. Grænseoverskridende flytning af hjemsted .....	695
16.8. Majoritetsoverdragelse og overtagelsestilbud .....	696
16.8.1. Tilbudspligt .....	698
16.8.2. Tilbudsdocument. Pligtmæssige og frivillige tilbud .....	703
16.8.3. Ledelsens pligter i forbindelse med fremsættelse af overtagelsestilbud .....	703
16.8.4. Aftaler om bonus m.v. ....	707
16.9. Omdannelse .....	708
<b>Litteraturfortegnelse .....</b>	<b>711</b>
<b>Forkortelser .....</b>	<b>725</b>
<b>Domsregister .....</b>	<b>727</b>
<b>Stikordsregister .....</b>	<b>733</b>

## Forsind

nationale og internationale diskussioner om selskabsretens formål og selskabsretens samfundsøkologiske placering. Ud over de traditionelle selskabsretlige mål om varetagelse af aktionær- og kreditørinteresser karakteriseres den selskabsretlige regulering i dag af en bevidsthed om at selskaberne er ramme om erhvervsøkologiske aktiviteter, som ikke alene har betydning for selskaberne selv, men i høj grad også for samfundet i helheds. Overskrifter som samfundsansvar, ESG, god selskabsledelse og diversitet er eksempler herpå.

Nærværende 15. udgave er ændret under hensyn til de ovennævnte lovændringer og ajourfares ligelædes litteratur og praksis. Manuskriptet er afsluttet den 1. juni 2021.

Aarhus, juli 2021:  
Paul Krüger Andersen  
Peter Krüger Andersen

## KAPITEL I

# Indledning

### 1.1. Forskellige selskabstyper – den selskabsretlige frihed

Dansk selskabsret har i lang tid hvilet på en grundætning om selskabsretlig kontraktfrihed: Inden for vide grænser kan flere personer, og for aktieselskabernes og anpartsselskabernes vedkommende også enkeltpersoner, drive virksomhed, således at de retlige rammer for virksomheden fastlægges af de pågældende selv.<sup>1</sup> Såvel offentlige myndigheder som private, kreditorer og andre, der kommer i berøring med virksomheden, må som udgangspunkt respektere de bestemmelser, som selskabsstifterne har truffet.

Den selskabsretlige frihed er større i Danmark end i mange andre lande. Det skyldes, at Danmark ikke har lovgivning om alle selskabsformer. Der er således både frihed til at vælge selskabsformer blandt de traditionelt kendte og til at variere eller kombinere forskellige elementer fra de kendte former.

Udviklingen er dog i en årrække gået i retning af øget lovgivning om selskabsforhold, både i den forstand, at reglerne om de enkelte selskabstyper udbygges, og i den forstand, at reglerne om de enkelte selskabsforhold undgives lovregulering. I international sammenhæng har Danmark dog en re-

L. Jf. herved også *Gomard/Schaumburg-Müller*, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 47 f., *Jan Schans Christensen*, Kapitalselskaber, 6. udg., 2020, p. 74 f., jf. samme, Kommentar, 2012, p. 97 f., *Lars Bunch* og *Søren Corfixen Whitt*, Selkabsloven, 3. udg., 2018, p. 71, samt *Søren Friis Hansen* og *Jens Valdemar Krenchei*, Dansk selskabsret 1, 6. udg., 2020, p. 74 f. De sidstnævnte forfattere lægger vigtig på, at en forudsætning for at anerkende »hjemmelavedede« selskabsformer må være, at selskabskonstruktionen fremtræder med tilstrækkelig klarhed for selskabets medkontrahenter. Dette er utvivlsomt rigtigt. Sml. også den kortfattede bemerkning i betænkning 1498/2008 p. 31, som anførte, at hverken loven om visse erhvervsdrivende virksomheder eller den tidligere aktieselskabslov henholdsvis anpartsselskabslov indeholdt regler, der forbød selskaber at etablere sig i en anden form end den, som var omtalt i lovene, men at denne adgang dog ikke kunne bruges til at undgå lovgivningens præceptive regler.

lativ enkel selskabslovgivning. Tidene på de to sidste selskabsretlige betenkninger, henholdsvis nr. 1229:1992, Forenkling og fremtidstilpassning af selskabslovene, og nr. 1251:1993, Forenkling af anpartsselskabsloven, var således en reaktion mod en (for) vidtudreven detailregulering inden for aktie- og anpartsselskabsretten. Betenkningerne faldt i tråd med en (international) tendens til deregulering, som tog sin begyndelse i denne periode, og som blev videreført med de senere reformer af selskabslovene, senest selskabsloven af 2009, jf. nærmere nedenfor i afsnit 1.3.

For tiden findes lovgivning om aktieselskaber og anpartsselskaber i selskabsloven, lovbg. nr. 763 af 23. juli 2019 med senere ændringer.<sup>2</sup> Vedrørende partnederier har der fra gammel tid været regler i seloven, se nu selskabslovens kap. 5, jf. lovbg. nr. 1505 af 17. december 2018. Lovgivning om fonde blev gennemført ved lov nr. 300 af 6. juni 1984 om fonde og visse foreninger (nu lovbg. nr. 2020 af 11. december 2020) samt lov om erhvervsdrivende fonde, jf. lov nr. 984 af 20. september 2019 med senere ændringer. Forslag til lovgivning om kommanditselskaber og om andelsselskaber blev fremsat i betenkningerne nr. 937:1981, hhv. nr. 1071:1986, men lovforslag blev ikke fremsat. Betenkningernes forslag må nu anses for forældede.<sup>3</sup>

Stramninger af reglerne vedrørende bestemte selskabsformer er en af de faktorer, der kan bidrage til at øge behovet for lovgivning også om andre selskabsformer, såfremt der kan ske en flugt over i mindre regulerede selskabsformer. En stigende anvendelse af ulovregulerede SMBA'er lå således bag oprettelsen af iværksætterselskabet og begrænsningerne af, hvilke selskaber der kan vige begrenset ansvar, jf. straks nedenfor samt i afsnit 1.3.5 om iværksætterselskaber. En tilskyndelse til lovgivning kan også ligge i, at udbygning af offentlig indsigt i og kontrol med selskaber, gennemførelse af medarbejderindflydelse m.v. lettest kan ske i forhold til lovregulerede og registrerede selskaber. Det kan også anføres, at EU-harmonisering på selskabsområdet vanskeligt lader sig gennemføre for selskabsfor-

2. Overvejelserne omkring en samlet lovgivning for aktieselskaber og anpartsselskaber – i selskabslovens § 1 samlet betegnet som kapitalselskaber – findes i Betenkning 1498/2008 om modernisering af selskaberen.
3. En debat om lovgivning om andelsselskaber har været fort i snart et århundrede, jf. eksempelvis *HøiLyck*, Andelsret, 2000, p. 25 f. Loven om visse erhvervsdrivende virksomheder indeholder en række bestemmelser af betydning for andelsselskaberne, jf. ovenfor i teksten. Reaktionen vedrørende de forskellige andelsretlige spørgsmål er i øvrigt i det store og hele afklaret af teori og praksis, jf. således *HøiLyck* a.st. p. 29. Nye diskussioner bl.a. om *corporate governance* og den finansielle krise ændrer dog løbende behovet for regulering, jf. herom nedenfor i kap. 2 samt *Søren Fris Hansen*, *Ændring af lov om visse erhvervsdrivende virksomheder*, RR.12.2011.54.

mer, der ikke har et lovmæssigt fundament. Dette er givetvis en af forklaringerne på, at den selskabsretlige EU-regulering indtil den allerseneste tid alene har omfattet aktie- og anpartsselskaber, jf. nærmere nedenfor i afsnit I.3.4. En nødvendighed for lovregulering vil forelige, i det omfang EU gennemfører en selskabsretlig harmonisering på andre områder end inden for aktie- og anpartsselskabsretten.

En begyndelse til en almindelig lovgivning om andre selskabsformer blev taget ved lov *om erhvervsdrivende virksomheder*, nu lov bkg. nr. 659 af 1. juli 2019 om visse erhvervsdrivende virksomheder. Denne lov afløste den tidlige firmalov, men indeholder i forhold til denne mere vidtgående bestemmelser. Således skal alle virksomheder med begrænset ansvar anmeldes til registrering i Erhvervsstyrelsen for at opnå retsvenne, jf. lovens § 8, stk. 1. Et selskab med begrænset ansvar kan således alene være et aktie- eller anpartsselskab omfattet af selskabsloven eller være et andelsselskab med begrænset ansvar (AMBA), jf. loven om visse erhvervsdrivende virksomheder § 4 eller en erhvervsdrivende forening med begrænset ansvar (FMBA).

Dansk ret kender og anerkender i øvrigt de samme selskabstyper, som genfindes i de fleste europæiske lande. Foruden aktieselskaberne og anpartsselskaberne, som denne bog handler om, kan som almindeligt forekommende selskabstyper nævnes *interessentskaber* og *kommanditselskaber*, *partrederier* og *andelsselskaber*. I nyere tid er også *fonde* kommet i fokus som retlig organisationsform for besiddelse og/eller udøvelse af erhvervsvirksomhed. En lang række af de største danske virksomheder (selskaber) som f.eks. Danfoss, Grundfos, LEGO, Carlsberg og Novo Nordisk er således fondsejede.<sup>4</sup> Under tiden driver fondene selv erhvervsvirksomhed, men hyppigere ses, at fondene er koblet til den erhvervsdrivende virksomhed på den måde, at selve virksomheden drives i aktie- eller anpartsselskabsform, mens fonden alene fungerer som kapitalbesidder ved indehavelse af en større eller mindre del af aktierne/anparterne i selskabet. Reglerne om erhvervsdrivende fonde omtales kort nedenfor i kap. 3.7.

4. Det udbredte fondseje er i et internationalt perspektiv særregent for ejerstrukturen i dansk erhvervsliv, se herved Erhvervsministeriet m.fl. Debatopzæg om aktivt ejerskab, 1999, p. 51 f. Det nævnes bl.a. p. 72, at 57 af de 500 største koncerner i Danmark er fondsejede. Ejerskabsstrukturen er en væsentlig faktor i corporate governance-diskussionen, se herved Steen Thomsen, Torben Pedersen og Jesper Strandskov, Ejerskab og indflydelse i dansk erhvervsliv, Magtudredningen, 2002, og Steen Thomsen & Martin Coryon, Corporate Governance, Mechanisms and Systems, 2012, p. 199 ff. samt nedenfor i kap. 2.1.2.2.

Som udgangspunkt gælder det i Danmark, at der ikke findes selskabsretlige regler, som binder organisationen til at velge bestemte mestre i opbygningen eller bestemte hæftelæsformer. Traditionelt har man inddelt selskaberne på grundlag af et enkelt kriterium, nemlig hæftelsen i forhold til kreditverne. I nyere tid har man erkendt, at dette er en ufuldstændig løsning. En opdeling – retlig kvalifikation – må naturligvis bero på, hvilket formål selskabet skal tjene.

En opdeling af selskaberne har stor praktisk betydning. Lovgivningen indeholder talrige steuer regler, der gælder for visse selskaber, men ikke for andre. Skattereglerne indeholder eksempelvis regler om selskabsbeskatning, der forudsætter en retlig kvalifikation af forskellige selskabsformer, jf. SEL § 1. Denne kvalifikation berører efter skatteretlig praksis på en bredere bedømmelse af de enkelte selskabs karakteristika.<sup>5</sup>

Nogle lovregler om bestemte selskaber anses af virksomhederne for brydifulde, andre for fordelagtige. Forskellige myndigheder og domstolene må tage stilling til, om man uden videre vil acceptere den etiket, som selskabstifterne selv har sat på selskabet, med de retlige konsekvenser, der er en følge heraf. Selv om der som udgangspunkt er selskabsretlig kontraktfrihed, følger det ikke heraf, at retsordenen ubetinget skal respektere den selskabsretlige kvalifikation, som parterne har valgt, uanset det nærmere indhold af den konkrete selskabsopbygning, som fremgår af selskabsdokumenterne m.v.

Afgørelsenes spørgsmål forekommer både i forholdet mellem de ikke-regulerede selskabstyper indbyrdes og i forholdet mellem disse og de registreringspligtige aktie- og anpartsselskaber. De sidstnævnte spørgsmål omtales nedenfor i næste afsnit. Nogle afgørelser vedrørende andre selskabsformer omtales straks i det følgende.

Der foreligger en række domstolsafgørelser, der tilslidsætter den kvalifikation, som selskabstifterne har valgt, jf. således eksempelvis U 1989.921 H, hvor Højesteret ud fra en samlet vurdering af formålet med en fonds oprettelse (fonden var oprettet før fondsloven), det spinkle og usikre kapitalgrundlag og beslutningsmyndigheden i fondens anliggender ikke anså fonden for at være retsgyldigt kommet til eksistens. I U 2016.2338 V afviste landsretten et anpartsselskabs partsvne med henvisning til, at selskabet alene var stiftet med henblik på at omgå retsplejelovens regler om sagsomkostninger. Se videre U 1998.1088 Ø vedrørende et »wandelsselskab« omtalt nedenfor i note 10.<sup>6</sup> En række domme har taget stilling til, om et såkaldt SMBA – et selskab

5. Se således *Aage Michelsen m.fl.*, Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 843 f.

6. Sml. herved bl.a. *Mette Neville* a.s.t. p. 164 f. samt *Jens Valdemar Krenchel* og *Søren Frits Hansen*, Dansk selskabsret 3, 4. udg., Interessentskaber p. 57 f.

med begrænset ansvar – kunne anerkendes. Denne problemstilling er ikke akut i fremtiden. På baggrund af et stigende brug af SMBA'er, en højere konkurs- og tvangssolusningsrate blandt disse selskaber og derned en formodning om, at disse selskaber i hvert fald i et vist omfang blev misbrugt, er loven om visse erhvervsdrivende virksomheder som allerede nævnt blevet ændret, således at sådanne selskaber ikke mere kan oprettes. Til gengæld blev der i selskabsloven indført en ny variant af anpartsselskabet, det såkaldte iværksætterselskab, som kunne stiftes med blot en krone i kapital. Reglement om iværksætterselskaber blev imidlertid ophevet i 2019, jf. nærmere i det følgende.

## 1.2. Selskabslovens anvendelsesområde

Selskabslovens § 1 bestemmer, hvilke selskaber loven finder anvendelse på. Bestemmelsen er i sin nuværende udformning indholdsmaessig tom, idet den blot siger, at loven finder anvendelse på alle aktieselskaber og anpartsselskaber (kapitalselskaber).<sup>7</sup> Aktie- og anpartsselskabers karakter angives traditionelt også ved hæftesformen og ved kapitalkravet. Dette gælder stadig. Efter lovens § 1, stk. 2, hæftes kapitalejerne ikke personligt for selskabets forpligtelser, men alene med deres indskud, og efter § 4 opretholdes kravet om en bestemt minimumskapital såvel i aktieselskaber som i anpartsselskaber, jf. nærmere herom straks nedenfor. Denne afgrensning er ikke udelukkende. Den opfyldes af aktie- og anpartsselskaber, men også af andre selskabstyper. Den vigtigste af de sidstnævnte var tidligere udtrykkeligt holdt uden for selskabslovenes område ved undtagelsesbestemmelserne om andelsselskaberne i den gamle aktieselskabslovs § 1, stk. 4, jf. herom straks nedenfor. Tilbage bliver, at der findes andre selskaber, som opfylder de nævnte grundtræk i selskabsloven, men i øvrigt fraviger selskabslovens regler i forskelligt omfang. Hvis der stiftes et sådant selskab med væsentlig strukturel lighed med aktieselskabet eller anpartsselskabet, opstår spørgsmålet, om stifterne frit kan bringe selskabet uden for selskabslovens regulering blot ved f.eks. at kalde selskabet en forening. Dette er naturligvis ikke muligt. Det er muligt selskabsretligt<sup>8</sup> at kvali-

7. Herunder også partnerselskaber, jf. lovens § 373.
8. Den skatteretlige kvalifikation tager udgangspunkt i de selskabsretlige regler, men følger dog ikke ubetinget disse. Et registreret aktieselskab eller anpartsselskab kan således efter omstændighederne undtages fra aktieselskabsbeskatning, hvis det har kooperativ karakter. Omvendt bringer selskabsskattelovens § 1, stk. 1, nr. 2, nogle aktieselskabslignende, men ikke registreringspligtige selskaber ind under aktieselskabsbe-

## Kapitel 1. Indledning

ficere et foretagende af den nævnte art som et aktie- eller anpartsselskab, hvis selskabet ud fra en samlet reel bedømmelse må anses som et aktieselskab, jf. således eksempelvis Erhvervsankenævnets kendelse af 29. april 2003.<sup>9</sup> Efter loven om visse erhvervaddirivende virksomheder § 8 skal alle virksomheder med begrænset ansvar anmeldes til Erhvervstyrelsen for at opnå retsevne. Erhvervstyrelsen vil således normalt få lejlighed til at vurdere spørgsmålet om den rette selskabsrettede kvalifikation, hvis der er tale om et selskab med begrænset ansvar.<sup>10</sup>

SMBA'er, er som nævnt, ikke tilladt i fremtiden. Derimod er det fortsat muligt at stille andelselskaber med begrænset ansvar (AMBA) og foreninger med begrænset ansvar (FMBA). Det vil således fortsat være et kvalifikationsproblem i forhold til disse selskaber.

Aktie- og anpartsselskaber skal registreres for at få rets- og handleevne, jf. nedenfor i kap. 5.5. Retsvirkningen af manglende registrering af et aktie- eller

anpartsselskab, jf. nærmest *Age Michelser m.fl., Lovbog om indkomstskat*, 18. udg., skattringen, jf. nærmest *Age Michelser m.fl., Lovbog om indkomstskat*, 18. udg., 2019, p. 844 f.

9. Ved kendelsen blev en kommunal ejer bort, som blev anset til registrering som et gennidigt selskab efter kriteriet om visse erhvervaddirivende virksomheder, anset for et aktieselskab. Ankenævnet udtalte efter en gennemgang af selskabets historie og vedtagter, at det selskab, der ikke på væsentlige punkter afgiver fra et aktieselskab, således som dette er beskrevet i aktieselskabsloven, skal overholde aktieselskabsloven og var det således ikke tilstrækkeligt til at holde selskabet uden for aktieselskabsloven, at indtjening og evt. liquidationspræmie anvendes til almindelig formål. Dette må stadig gælde, jf. også ovenfor i teksten. Fra tiden før loven om erhvervaddirivende virksomheder trædte i kraft af 7. januar 1993 fra Industriministeriets Erhvervsankenævnet, omfattet i finberetningen 1993 p. 254 om et selskab, der ønskede at anmeldes til handelsregisteret som et andelselskab. Det afgøgt, at det skulle anmeldes som et aktie- eller anpartsselskab.
10. Jf. herved om Erhvervstyrelsens praksis *Lars Borch & Søren Corfazzen Whitt, Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 71 f. Erhvervstyrelsen vil efter omstændighederne stille krav om, at de selskabsrettede fasthold omkring selskabet bliver tydeliggjort. Erhvervstyrelsens vurderinger har i en måde tilført væsentlig forståelse Erhvervsankenævnet, se Eks. afgjører vedrørende selskabslober j.nr. 97-260.218, 98-140.188 og den i teksten nævnte afgjører af 29. april 2003, j.nr. 01-98.852 (Afgjørerne er refereret i NTS 1999:2 p. 37 f. og NTS 2003:3 p. 295 f.). Registreringspligten gælder også, når der sker omdannelse fra en selskabsform til en anden, jf. eksempelvis Erhvervsankenævnets kendelse af 4. april 2016, jf. j.nr. 2015-7661. Fra tiden før lov om visse erhvervsvirksomheder træde i kraft, kan nævnes U 1995.1088 Ø. Ved denne dom blev et handelsrettskab ikke anerkendt som et selvstændigt retssubjekt. Det var i realiteten tale om et selskab, som både havde været registreret som et aktie- eller anpartsselskab.

anpartsselskab er efter omstændighederne, at stifterne bliver personligt ansvarlige for forpligtelser, som er pådraget selskabet, jf. principippet i SL §§ 40 og 41 samt U 1998.1088 Ø omtalt i note 10.<sup>11</sup> Endvidere at selskabsdeltagerne frigøres for deres forpligtelser til at foretage indskud.

De tidligere love bestemte yderligere, at et aktieselskab og et anpartsselskab skulle være *erhvervsdrivende*. Efter 1930-loven betød udtrykket erhvervsdrivende virksomhed, at selskabets formål var at indvinde økonomisk udbytte til fordeling blandt deltagerne. 1973-loven ønskede alene at legge vægten på definitionens 1. led. Afgørende skulle alene være *selskabets karakter*, at det drives erhvervsmæssigt, dvs. efter økonomiske kriterier.<sup>12</sup> For at opretholde hidtidig praksis undtag AL § 1, stk. 5, selskaber, hvis overskud eller formue udelukkende anvendes til *velgorende eller almennyttige formål* fra selskabslovenes område. Fonde anses imidlertid som erhvervsdrivende, selv om de alene varetager almennyttige formål, hvis formålet fremmes gennem udøvelse af erhvervsvirksomhed, jf. loven om erhvervsdrivende fonde § 2, stk. 1. I forbindelse med vedtagelsen af fondslovene blev aktieselskabslovens undtagelsesbestemmelser derfor ophævet. Også aktieselskaber, der alene tjener almennyttige formål, ansås for omfattet af loven. Dette gælder fortsat. I den nye selskabslov er kriteriet *erhvervsdrivende* udgået.

11. If. herved for andre virksomheder med begrænset ansvar loven om erhvervsdrivende virksomheder § 9 – der svarer til selskabslovens § 41.
12. 1964-betænkningen p. 52 henviser til, at definitionen derved bringes på linje med forståelsen af de tilsvarende udtryk i konkurrencelovens § 9, jf. nu markedsføringslovens begreb *erhvervsvirksomheds*. Vigtigere for en senere betragtning er nok at fremlægge den udvanding af ejendomsforestillingen, som udeladelsen af definitionens andet led »til fordeling blandt deltagerne« repræsenterer. De senere ændringer i AL § 30 og i § 79, stk. 1, vedrørende medarbejderaktier og overskudsdeling ville ikke have harmoneret godt med den gamle definition. Se om begrebet *erhvervsdrivende* også definitionen i loven om erhvervsdrivende fonde § 2, og hertil redegørelsen i fondsbetænkningen nr. 970:1982 p. 30 f. og 181 f. samt *Jytte Heje Mikkelsen og Erik Werlauff, Den erhvervsdrivende fond*, 2008, p. 27 f. Loven om visse erhvervsdrivende virksomheder indeholder i § 1, stk. 4, en definition af begrebet erhvervsdrivende. Ved lov nr. 711 af 25. juni 2014 blev der indført adgang for juridiske personer, herunder aktie- og anpartsselskaber, til at stift og registrere *socialekonomiske virksomheder*. Betingelserne for registrering er angivet i lovens kap. 2. Betingelserne er bl.a. at virksomheden har et socialt formål, og at kapitalejerne kan i et nærmere – og begrænset – omfang må modtage udlodninger fra selskabet. Efter lovens § 5, stk. 1, nr. 5, skal virksomheden have en *social håndtering af sit overskud* som nærmere angivet i den nævnte bestemmelse. Erhvervsstyrelsen har gennemført en evaluering af loven i december 2018. Se også Erhvervsstyrelsens vejledning om registrering af registrerede socialekonomiske virksomheder, senest opdateret august 2019. Der var pr. 5. november 2018 283 registrerede socialekonomiske virksomheder i CVR.

At der er begrenset hæftelse, indebærer, at deltagerne ikke har ret personligt for selskabets gæld. For selskabets gæld hæftet kun selskabet.<sup>13</sup> Selv om deltagene påtager sig en afgrænset personlig forpligtelse for selskabets gæld, f.eks. en kanton for selskabets kassekredit, bringes selskabet ikke herved uden for lovenes område. En personlig indstilling er ofte nødvendig, for at selskabet overhovedet kan komme i gang. Indskudskapitalen kan være beskeden og er typisk allerede brugt i etableringsfasen.

Selskaberne skal have en bestemt indskudskapital på minimum 400.000 kr. henholdsvis 40.000 kr. Dette gælder for ordinære aktieselskaber og anpartsselskabet. Kapitalen skal være opdelt i en eller flere aktier/anparter med en nominel værdi, f.eks. på 100 kr., eller som støkkapitalandele eller en kombination heraf, jf. selskabslovens § 47.<sup>14</sup> Kapitalen kan være angivet i danske kroner eller euro. Kravet om minimumskapital følger af EU's kapitaldirektiv, nu direktiv 2017/1132/EU om visse aspekter af selskaburetten, jf. nedenfor i afsnit 1.3.4. Direktivet gælder kun for aktieselskaber, men er i sin struktur i Danmark også implementeret for anpartsselskaberne.<sup>15</sup> Krav til selskabernes minimumskapital er udtryk for en besvarelse på at hindre selskabstiftelse uden et vist kapitalgrundlag – eller på et useriet grundlag i øvrigt. I forbindelse med reglerne om kapitaltab i SL § 119, jf. herom nedenfor kap. 8 og 16, kan krav om mindstekapital måske medvirke til at mindske bestanden af ikke-levedygige selskaber. Ved de nyere ændringer af selskabsloven er minimumskravet for aktie- og anpartsselskaber nedsat ad flere omgange. Kapitalkravet for aktieselskaber blev i 2018 nedsat fra 500.000 kr. til de nuværende 400.000 kr. Kapitalkravet for anpartsselskaber blev i først omgang nedsat fra

13. Smt. dog nedenfor i kap. 14.1.4 og 15.4.2 om muligheden for ansvarsgennembrud/identifikation.
14. Et dansk selskab kan udstede kapitalandele uden værdiangivelse. En kapitalandel uden nominel værdi repræsenterer en brøkdel af indskudskapitalen, dvs. den nominelle selskabskapital, jf. SL § 47, stk. 2. Til forskel herfra kan kapitalandele også udstedes som såkaldte no par value aktier. Sådanne kapitalandele repræsenterer en brøkdel af selskabets ejerkapital. Det er en rigtigd bevidsthed i europeisk selskabssret om, at kravet om angivelse af en nominel værdi ikke indeholder en særlig garanti for kreditorerne. No par value-aktier anvendes i vidt omfang i USA og – her i Norden – i særlig høj grad i Fjernøst. Aktier uden værdiangivelse kaldes også stykkaktier (tysk: Stückaktien). På svensk betegnelse. Tyske aktieselskaber fik adgang til at anvende stykkaktier i 1998 ved bestemmelser i AktG § 8. Se om stykkaktier også nedenfor i kap. 6.1.
15. Det samme gælder Sverige og Norge, hvoniod England ikke har krav om minimumskapital i private companies, jf. herved nemmest vedrørende *Cesuros-dømmen* nedenfor i kap. 4.5. Kravet om minimumskapital i f.eks. private bolig blev afskaffet i 2019.

80.000 kr. til 50.000 kr. og senest – i 2019 – til 40.000 kr. Den seneste reduktion i kapitalkravet for anpartsselskaber blev indført i forbindelse med afskaffelsen af iværksætterselskabet, som ellers i en længere periode kunne stiftes med en kapital på en krone, altså i praksis uden minimumskapital.<sup>16</sup> Begrensningen af kapitalkravet i anpartsselskaber indikerer, at det snarere er lovens regler om kapitalbeskyttelse end krav om en bestemt (mindre) minimumskapital, der er væsentligt i et samlet perspektiv.<sup>17</sup>

Den én gang fastlagte kapital kan kun ændres i overensstemmelse med lovens regler om kapitalændringer. Selskaber med en vekslende kapital falder således uden for lovens område. Sådanne selskaber er oftest andelsselskaber, som ikke omfattes af selskabsloven, jf. straks nedenfor. Selskaber med vekslende kapital og begrænset ansvar skal anmeldes efter loven om visse erhvervsdrivende virksomheder § 8.

Det er et fundamentalt aktieselskabsretligt princip – i de lande, der har krav om en minimumskapital – at selskabskapitalen skal være effektivt indbetaalt, jf. SL §§ 33 og 35. Selskaber uden kapital eller med en garantikapital er derfor ikke omfattet af selskabsloven, selv om de i øvrigt ligner aktie- eller anpartsselskaber og måtte være undergivet aktieselskabsbeskatning efter SEL § 1, stk. 1, nr. 2.

§ 1, stk. 4, i den gamle aktieselskabslov undtagte endvidere *selskaber med andelskarakter*, dvs. selskaber, som gennem medlemmernes deltagelse i virksomheden som afdragere, leveranderer eller på anden lignende måde har til formål at virke til fremme af medlemmernes fælles interesser, såfremt vedtagterne bestemmer, at udbyttet, bortset fra normal forrentning af den indskudte kapital, alene anvendes til fordeling blandt medlemmerne i forhold til deres andel i omsætningen, og at formuen ved selskabets oplesning – efter tilbagebetaling af den indskudte kapital – fordeles på samme måde. De selskaber, der ifølge denne bestemmelse holdes uden for aktieselskabsloven, er navnlig de såkaldte AMBA'er – andelsselskaber med begrænset ansvar – men undtagelsen omfatter også kreditforeninger, gensidige forsikringsselskaber, andelsboligforeninger m.m.<sup>18</sup> Lov om visse erhvervsdrivende virksomheder indeholder i § 4 en definition af et andelsselskab, som ikke nævner elementet »fordeling af likvidationsprovenue«. Det fremgår dog af forarbej-

16. Jf. i det hele Lov. nr. 445 af 13. april 2019. Se særligt om iværksætterselskaber nedenfor i kapitel 5.4.
17. Jf. herved også overvejelserne i moderniseringsbetænkningen 1498/2008 p. 140 f. samt nedenfor i kap. 5.
18. Jf. således også Lars Bunch & Seren Corfuxen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 74.

Kapitel 1. Selskab  
Som et aktiekontrakt var ikke nogen ændring i forhold til afgrensningsprincippet en del af selskabslovens bestemmelser i aktieselskabslovens § 1. Selskabslovens bestemmelser om bemærkningerne til selskabslovens § 1, art. 4, var derimod ikke sådanne at bemærkningerne ikke skal finde anvendelse på andelsselskaber.

### 1.3. Nogle punkt af selskabslovgivningens historie

1.3.1. De første loev. AL 1917  
Den første loev til lovpræcis regulering af aktieselskabernes forhold udspilte sig ved nogen endes erhvervslovgivning af den begyndende industrialskabning og erhvervsmæssige virksomheds vekst i det 18. Århundrede.<sup>19</sup> Opgaven var at udarbejde en række forskellige organisationsformer, inden for hvilke de opvoksende handels- og industrikoncerner kunne drive erhverv. Den erhvervsmæssige grundide i aktieselskabet var – og er til dels stadig – at opnå fordele ved at gøre at samle flere deltageres kapital og at begrænse de enkeltdeltageres ansvar til den individuelle kapital. Prisen for at anerkende den begrenede børsnotering var, doggang som nu, lovpræcis begrensninger i deltageres disponensfrihed, især med henblik på at modvirke gentagelse af de eksempler på svindlerier over for selskabets kreditorer og indskydere, som også dannede brennstof.

Den engelske *The Statute Act* fra 1720 og bestemmelserne om aktieselskaber i den franske *Code de Commerce* fra 1807 indledte udviklingen henimod en standardisering af aktieselskabslovgivning, sådan som den kendes i nutiden.

Eksampt aktieselskabsløve gennemførtes med den engelske *Joint Stock Companies Act* fra 1844 og den franske *Loi sur les sociétés* fra 1867. Den første tyske lov var en Aktiennovelle af 1870, ændret ved en Aktiennovelle af 1884. Ved gennemførelsen af det almindelige Handelsgesetzbuch (HGB) af 1897 blev aktieselskabsreglerne revideret og indsatt heri.

De respektive regler om aktieselskaber og anpartsselskaber findes i England i *The Companies Act*, 2006, i Frankrig i *La loi sur les sociétés commerciales*, 1966, og i Tyskland i *Aktiengesetz*, 1965, henholdsvis *GmbHgesetz*, 1892, alle med senere ændringer.<sup>20</sup>

19. Se om den økende udvikling nærmest Roger Dürbeck, *Aktieselskabernes retshistorie*, 1991. Se om den danske og nordiske udvikling i Jesper Lau Hansen (red.), *Selskabsloven - de senere 100 år*, 2018.
20. Standardiseret engelsk selskabslov er bl.a. Gower/Davies, *Principles of Modern Company Law*, 10<sup>th</sup> ed., 2016, og Brenda Harrington, *Company Law*, 5<sup>th</sup> ed., 2018.

Danmark var det sidste af de nordiske lande, der gennemførte en aktieselskabslovgivning. Enkelte formelle bestemmelser omfattende aktieselskaberne var givet ved firmaloven af 1889, men en egentlig aktieselskabslov blev først gennemført med *Aktieselskabsloven nr. 488 af 29. september 1917*. I Sverige blev en første aktieselskabslov vedtaget så tidligt som i 1848. Denne lov blev senere erstattet af love af 1895 og 1910. I Norge gennemførtes den første aktieselskabslov i 1910, ligeledes efter et længerevarende kommissionsarbejde. Den første finske lov er fra 1895 og svarer både tidsmæssigt og indholds-mæssigt til den svenske lov fra samme år. Det var disse love, der var gældende under det langvarige kommissionsarbejde, der gik forud for vedtagelsen af den danske lov af 1917.

Påvirkningerne fra og inspirationen til den første danske lov var især de nævnte nordiske og tyske love, foruden naturligvis den praksis, som eksisterede i de danske aktieselskaber, som allerede fandtes. Både systematikken i den danske lov, de problemkredse, loven behandlede, og de løsningsmodel-ler, der blev foretrukket, blev i vidt omfang hentet ud af HGB's regler, med den modifikation, som også senere har gjort sig gældende, at man her i landet foretrækker en mindre detaljeret regulering af selskabernes forhold med anvendelse af færre, men bredere formulerede bestemmelser, mindre konsekvent gennemførte, men ofte pragmatiske og udognatiske problemløsninger.

#### 1.3.2. AL 1930

Den første aktieselskabslov var i tilblivelsesfasen blevet stærkt beskåret. Nye erhvervskandaler, bl.a. Landmandsbankens sammenbrud, afgjorde afgørende mangler i den gennemførte lov<sup>21</sup> og medvirkede til en almindelig erkendelse af, at loven måtte revideres og udbygges. Denne revision blev gennemført med *Aktieselskabsloven af 15. april 1930*, som med enkelte ændringer var gældende til gennemførelsen af selskabslovene af 1973.

Om øjek ret findes adskillige fremstillinger. Der findes en række flerbindskommentarer, f.eks. *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht*, 5. Aufl., 2021. Enkelbindsverker er bl.a. *Roitter/Weil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 5. Aufl., 2010, og *Karsten Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., 2021. GmbH'er er bl.a. behandlet i *Lutter-Hommelhoff*, GmbH-Gesetz 19. Aufl., 2016, og *Baumbach/Hueck* Kurzkommentar, 21. Aufl., 2017.

21. Jf. herved U 1923 871. Bankens direktører havde bl.a. foretaget kurspleje ved at lade banken købe egne aktier. Sagen fik væsentlig indflydelse på 1930-loven, som bl.a. indførte det delvise forbud mod egne aktier.

1.3.3. Selskabslovene af 1973. Anpartsselskabslovens af 1996  
Selskabslovene af 1973, Anpartsselskabslovens af 1996  
1930-loven fik en lang levetid, skønt den relativt hurtigt blev overhalet af ud-  
viklingen. Forst efter flere tilføj lykkedes det i 1960'erne via en felles nor-  
disk indsats at nå frem til et opdrag til en revision, som kunne gennemføres  
som lov. For Danmarks vedkommende var grundlaget betenkning nr. 540 af  
1969 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning. Den danske aktiesel-  
skabslov nr. 370 af 13. juni 1973 blev gennemført som den første af den ny  
generation af nordiske love. Siden gennemførte Sverige sin lovrevision med  
aktiebolagslagen af 15. december 1975. Norge reviderede sin lovgivning ved  
loven af 4. juni 1976 om aktieselskaber. Den danske 1973-lov fulgte ret nøje  
det fællesnordiske opdrag fra 1969-betenkningen. Også den svenske og den  
norske lov tog udgangspunkt i de nordiske betenkninger, men disse love tog  
dog på en række punkter højde for nye udviklinger på selskabsrettens om-  
råde. Samtidig tog de på ny noget mere hensyn til de nationale forhold og  
traditioner – og dermed mindre til bestyrelserne på nordisk enhed – i for-  
hold til det fællesnordiske opdrag. Bestyrelserne for at opnå en ensartet nor-  
disk selskabslovgivning lykkedes således ikke helt.<sup>22</sup>

Medvirkende herut var bl.a., at Danmark i 1972 blev medlem af EP (EU)  
og dermed forpligtet til at følge og medvirke til de bestyrelser, der inden for  
EU gøres for at harmonisere selskabsretten i medlemslandene, jf. nedenfor i  
afsnit 1.3.4. Efter at de øvrige nordiske lande for Sverige og Finlands ved-  
kommende er kommet med i EU og for Norges og Islands vedkommende er  
forpligtet af EØS-aftalen, blev en indirekte tilnærmede nødvendig som følge  
af tilpassingen til den EU-retlige selskabsharmonisering. Det blev således  
vedtaget reviserede selskabslove både i Finland, Norge og Sverige som følge  
af EU/EØS-medlemskabet. Den første tilpassing – bl.a. med indførelse af en

22. Jf. herved *Jax Staben* i TIR 1988 p. 606 f., hvor det bl.a. påpeges, at samarbejdet i årene  
efter de lovrevisionser, der tog udgangspunkt i det nordiske samarbejde i 1960'erne, har  
varret beskedent. Se også den senere udvikling Paul Krüger Andersen, i *Festskrift til*  
*Birger Stuevold Lassen*, 1997, p. 41 f., samt *Svenn Frøs Hansen* i Boel Flodgren &  
Ruth Nielsen (red.), *Retten (om)kring Øensund*, 2000, p. 67 f. Se også diskussionerne  
på det 38. Nordiske møde i 2008 p. 55 f. om innat af fællesnordisk aktieselskabslov-  
givning? At det faktum findes et nordisk fællesnord og samarbejde visner bl.a. etablie-  
ringen (1999) af *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* om. Tidsskriftet er et af resultaterne  
af arbejdet i et aktivt nordisk funktionsniveau. Også arbejdet i EU udgør nu en platform  
for nordiske kontakter og samarbejde. Inden for bestyrelsen må også nævnes den re-  
gionalkoordinering, der finder sted som konsekvens af dannelsen af OMX, Den Nordiske  
Bors, nu blot *Nasdaq Nordic*. Se herved Niels Clausen og Karsten Engvig Sørensen i  
Paul Krüger Andersen og Karsten Engvig Sørensen (eds), *Company Law and Finance*,  
2008, p. 201 f.

opdeling i to selskabsformer, jf. nedenfor – skete i Norge med en lov af 22. december 1995. En mere grundlæggende revision skete med lovene af 13. juni 1997 om aksjeselskaber (*aksjeloven*) og om allmennaksjeselskaper (*allmennaksjeloven*).<sup>23</sup> I Sverige skete den første tilpasning ved ændringer af aktiebolagslagen i 1994. Siden er der foretaget en systematisk gennemgang af den svenske aktieselskabslovgivning m.v.<sup>24</sup> På grundlag heraf fik Sverige med virkning fra 1. januar 2006 en ny og meget udferlig aktieselskabslov.<sup>25</sup> Den finske tilpasning blev gennemført i 1997.<sup>26</sup> Senere er der også i Finland gennemført en mere omfattende revision af aktieselskabsloven med den finske aktiebolagslag 624/2006.<sup>27</sup>

Aktieselskabsloven af 1973 var stort set ubenægt af den allerede ved lovens vedtagelse forudselige europæiske udvikling. Ved lovforslagets fremsættelse forelå forslag til fire EU-direktiver ud over et vedtaget første direktiv om samordning af garantier til beskyttelse af selskabstilskudernes og tredjemandes interesser. Dette første direktiv var tidligere gennemført som dansk lov ved en selvstændig ændring af aktieselskabsloven ved lov nr. 503 af 29. november 1972. Bortset herfra ønskede man ikke i lovforslaget at tage hensyn til de kommende direktiver, idet man på den ene side fandt, at det på daværende tidspunkt, hvor ingen af direktivforslagene var færdigbehandlede, var vanske-

23. Se herum nærmere *Andersen, Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper* 3. udg., 2017, samt *Aarbøkke m.fl., Aksjeloven og Allmennaksjeloven med kommentarer* 4. udg., 2017. En kortere indføring gives bl.a. i *Tore Brättens, Selskapsrett*, 6. udg., 2019. Se også oversigten af *Gudmund Knudsen* i *Jesper Lau Hansen* (red.), *Selskabslovene 2018*, p. 31 f. Gudmund Knudsen omtaler bl.a. et formyet nordisk samarbejde på selskabsretterns område.
24. Se således de svenske betænkninger SOU 1995:44, *Aktiebolagets Organisation* SOU 1997:22, *Aktiebolagets kapital og slubbetænkningen* SOU 1997:162, *Vinstutdeling i aktiebolag*, SOU 1999:36, *Likvidation af aktiebolag og slubbetænkningen* SOU 2001:1, *Ny aktiebolagslag*.
25. En oversigt over loven gives af *Rolf Skog* i NTS 2005:3 p. 34 f. Se også *Jan Anderssons* kritiske artikel »787 §6» i NTS 2005:4 p. 39 f. Den nye lov er kommenteret i *Bo Svensson og Johan Danielius, Nya Aktiebolagslagen*, 2005, i *Sten Andersson, Svante Johansson & Rolf Skog* 3-binds-kommentar, *Aktiebolagslagen Del I-III* med supplement, 2018, samt i *Erik Nærep, Per Samuelsson og Johan Adelstam* 4-binds-kommentar, 2019.
26. Om den finske tilpasning *Matti J. Sillanpää* i NTS 1999:1 p. 18 f.
27. Se om reformen *Mariann Alrokkinen* i NTS 2004:1 p. 62 f. Se også samme i *Paul Krüger Andersen og Karsten Engsig Sørensen* (eds), *Company Law and Finance*, 2008, p. 311 f., om Finland som »The Delaware of Europe«. Se også *Mariann Alrokkinen* oversigt i *Jesper Lau Hansen* (Red), *Selskabslovene*, 2018, p. 49 f., og *Anssi Kärki* m.fl., *Modernising creditor protection in limited liability companies*, NTS 2021:1 p. 1 f.

fortrinsvis sigte på stramninger i aktieselskabsreglerne. Dette forhold udelukker dog ikke, at de enkelte lande kan ændre reglerne om anpartsselskaber (GmbH-selskaber osv.) tilsvarende. Dette har Danmark indtil 1996 i vidt omfang gjort. I betænkning 1251:1993 «Forenkling af anpartsselskabsloven» blev der imidlertid foreslægt en række lovændringer, der udvidede aftalefriheden i anpartsselskaber. På grundlag af denne betænkning, men med en endnu stærkere markering af ønsket om forenkling og deregulering, blev anpartsselskabsloven væsentlig ændret ved lov nr. 378 af 22. maj 1996. Denne lov markerede et bevidst brud med den hidtidige linje om systematisk og indholds-mæssig ensartethed imellem aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven.

Selskabsloven af 2009 hviler på et princip om at undgå såkaldt overimplementering af EU-direktivene. Dette indebærer, at reglerne om aktieselskaber og anpartsselskaber igen nærmer sig hinanden, jf. nærmere nedenfor i afsnit 1.3.5.

#### 1.3.4. EU-harmoniseringen

Harmonisering af selskabsretten har siden begyndelsen af 1960'erne været prioritert højt som et middel til at realisere det fælles marked. Ambitionsniveauet var i mange år højt. I en lang årrække blev der regelmæssigt vedtaget direktiver og andre retnakter på området. De selskabsretlige EU-direktiver har primært været udstedt med hjemmel i TEUF artikel 50 (tidligere art. 44) og artikel 54 (tidligere art. 48) om etableringsfrihed og ligestilling af selskaber. EU-forordninger kan udstedes med hjemmel i TEUF artikel 114 (tidligere art. 95) suppleret med artikel 352 (tidligere art. 308).<sup>28</sup>

Der blev gjort regelmæssige fremskridt, indtil vedtagelsen af takeover-direktivet (tidligere benævnt det 13. selskabsdirektiv) slog fejl, jf. nedenfor. Efter at Kommissionen havde sundet sig ovenpå dette tilbageslag, blev harmoniseringsarbejdet tilsat ny energi med afsæt i etableringen af en High Level Group of Company Law Experts i 2001 og Kommissionens handlingsplan fra 2003, jf. herom nærmere nedenfor i afsnit 2<sup>o</sup>. Efter en vis stilstand har Kommissionens arbejde på det selskabsretlige område igen taget fart i de seneste år.<sup>29</sup>

28. Kommissionens anvendelse af forordninger er øget betragteligt over de senere år som et redskab til harmonisering – især inden for det børssrette område, jf. afsnit 3.2 nedenfor om børsnoderede selskaber.
29. Om EU-reguleringen se nærmere *Wierauff*, EU-Selskabsret, 3. udg., 2002, *Marcus Lutter*, Europäisches Unternehmensrecht, 5. udg., 1996, *Habersack/Versie*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., 2019, *Vanessa Edwards*, EC-Company Law, 1999,

1<sup>o</sup> Selskabslovene er ændret adskillige gange siden 1973, i de fleste tilfælde som resultat af EU-harmonisering på selskabsretten område.

Det andet, tredje og fjerde selskabsretlige direktiv blev vedtaget i årene 1976-78. Den i 1982 vedtagne revision af selskabslovene havde til formål at gennemføre de krav, som 2. og 3. direktiv indeholdt. Lovforslag til gennemførelse af 2. direktiv blev allerede fremsat i Folketinget i 1978. Forslaget blev ikke vedtaget, bl.a. fordi det ud over de nødvendige bestemmelser, som fulgte af direktivet tillige, indeholdt forslag om udvidelse af reglerne om medarbejderrepræsentation. Noget paradoxalt kunne direktivet derfor ikke gennemføres inden det tidspunkt, som var fastsat, skønt de mere kontroversielle regler om udvidelse af medarbejderrepræsentationen kort tid efter, som en følge af den hjemlige politiske udvikling, blev gennemført, endda i udvidet form, ved ændringslovene nr. 226 og 267 af 16. juni 1980 til henholdsvis aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven. Forslagene til gennemførelse af 2. og 3. direktiv blev vedtaget som ændringer af selskabslovene ved lovene nr. 282 og 283 af 9. juni 1982.

*Det andet direktiv*, oprindeligt Rådets direktiv nr. 77/91/EØF (senere ændringer EU-direktiv 2017/1132/EU) – sædvanligvis benævnt *kapitaldirektivet* – havde til formål at harmonisere reglerne om stiftelse af aktieselskaber og om bevarelse og beskyttelse af selskabers kapital med henblik på sikring af såvel aktionærernes som kreditørernes interesser. Kapitaldirektivet har haft overordentlig stor betydning. Det har etableret eller fastholdt det særlige kapitalbeskyttelsessystem, som indtil nu har karakteriseret den europeiske aktieselskabsret. Dette system er nu ved at krakeler, jf. nærmere nedenfor.

*Det tredje direktiv*, oprindeligt Rådets direktiv nr. 78/855/EØF – nu direktiv 2017/56/EU – omhandler *fusioner mellem aktieselskaber* (kodifikation) og opstiller rammer for gennemførelsen af fusioner, ligeledes med det formål at

og *Ferrarini, Hopt, Winter, Wymoersch* (eds), *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, 2004. Se også *Karel van Hulle* i *The Regulation of Companies*, 2003, p. 29 f. »Does the EU have a Role to play in Company Law?« Se om EU-udviklingen også *J.Wouters* »European Company Law, Quo Vadis?«, *Common Market Law Review*, 2000, p. 257 ff. og *Paul Krüger Andersen* »Regulation or Deregulation in European Company Law – a Challenge« i *Ulf Bernitz* (ed.) *Modern Law for a European Economy – Ways and Means*, 2006, p. 263 ff. Se også *Rolf Skog* i *NTS* 2001:3 p. 331 f. og *NTS* 2007:1 p. 66 f. om nye reformer samt *Mette Neville* i *The Regulation of Companies*, 2003, p. 37 ff. »Nordic Company Law Reforms in an International Regulatory Perspective«. Se også *Klaus J. Hopt*, *Corporate Governance in Europe. A Critical Review of the European Commission's Initiative on Corporate Law and Corporate Governance*, ECGI, Law Working Paper No. 296/2015. Om den seneste udvikling se nærmere ovenfor i teksten.

beskytte aktionærernes og kreditorenes interesser. Det oprindelige forslag til fusionsdirektivet indeholdt også regler, der tog sigte på at varetage de andres interesser i forbindelse med de ændringer i virksomhedens forhold, som en fusion indebærer. Denne del af direktivforslaget blev imidlertid udskudt til læsning sammen med andre problemer vedvarende medarbejdernes stilling i virksomheden.

Gennemførelsen af de tre direktiver medførte ganske omfattende ændringer i den eksisterende lovgivning. For aktieselskabslovens vedkommende var der tale om ca. 80 forskellige enkelteændringer.

Det fjerde direktiv, oprindeligt Rådets direktiv 78/660/EOF, der omhandler kravene til aktieselskabers og anpartsselskabers Årsregnskaber, blev gennemført ved, at regnskabsbestemmelserne blev samlet i en særlig lov, lov om visse selskabers opførelse af årsregnskab m.v., nr. 284 af 10. juni 1981 (årsregnskabsloven). Direktivet er senere erstattet af direktiv 2013/34/EU om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber m.v. med ændringsdirektiv 2014/95/EU. Dette direktiv erstatter både fjerde og syvende direktiv om koncernregnskaber. Direktivet blev gennemført ved omfattende ændringer i årsregnskabsloven i 2015, jf. nærmere nedenfor i kap. 13.

Et forslag, der har været meget længe undervejs, er forslaget til et *sjette direktiv om aktieselskabers struktur*. Skent fremsat første gang i 1972 er der ikke udsigt til vedtagelse af dette direktiv, som bl.a. summer stillingtagen til en række vanskelige og til dels politisk følsomme emner vedrørende arbejdstagernes stilling i selskaberne.

*Det sjette direktiv om opstilling af aktieselskaber*, Rådets direktiv 82/891/EOF, blev vedtaget den 17. december 1982. Det blev gennemført i Danmark i 1991.

*Det syvende direktiv om konsoliderede regnskaber*, Rådets direktiv 83/249/EOF, blev i Danmark gennemført ved lov nr. 308 af 16. maj. Det er som nævnt ovenfor erstattet af direktiv 2013/34/EU.

*Det ottende direktiv om selskaburevisorers kvalifikationer*, Rådets direktiv 84/253/EOF, blev delvis gennemført ved den såkaldte «revisorpakke», jf. lov nr. 815 af 21. december 1988. Et ændret 8. direktiv, 2006/43/EF, blev gennemført med en ny revisorlov vedtaget den 3. juni 2008. Direktiv 2006/43/EF er erstattet af direktiv 2014/56/EU. Direktivet blev implementeret ved ændring af revisorloven i 2016, jf. nærmere nedenfor i kap. 13.

Et forslag til et *niede direktiv* indeholder regler om den *materielle koncerner*. Det indeholder regler, der skal sikre kreditorens og minoriteters stilling i koncerner. Det seneste – ikke officielt offentliggjorte – forslag er fra 1984. Skent direktivet ikke er – og heller ikke vil blive – gennemført, er en række af de materielle koncernregler, som udkastet indeholder, gennemført i

andre sammenhænge. Derved tegner der sig konturerne af en dansk koncernret, jf. nærmere nedenfor i kap. 15.

Forslaget til et *ændrende direktiv*, der indeholder regler om *internationale fusioner*, blev efter mange års forhandlinger vedtaget i 2005 som Rådets direktiv 2005/56/EF. Direktivet indeholder bestemmelser, der tillader grenseoverskridende fusioner inden for EU. Direktivet blev gennemført ved lov nr. 573 af 6. juni 2007, jf. herom nærmere nedenfor i kap. 4 og kap. 16.6.7.

I 2017 blev de oprindelige 1, 2, 3, 6 og 10 direktiver konsolideret med de ændringer, der var gennemført over en årrække. De nævnte direktiver er nu erstattet af direktiv 2017/1132/EU om visse aspekter af selskabsretten. Direktivet er ændret i 2019 ved direktiv 2019/1151/EU. Denne ændring angår brugen af digitale værktøjer og processer. Direktivet er senest ændret ved direktiv 2019/2121/EU. Ved denne ændring er reglerne om grænseoverskridende fusioner blevet justeret. Med direktiv 2019/2121/EU er der indført fælles EU-regler om grænseoverskridende omdannelse og grænseoverskridende spaltning. Direktivets bestemmelser om grænseoverskridende fusion, spaltning og omdannelse er opbygget ud fra fælles principper, se nærmere nedenfor i kapitel 16.

Det *elevte direktiv om offentlighed vedrørende filialer af udenlandske selskaber* blev vedtaget som Rådets direktiv 89/666/EØF. Det blev gennemført af Folketinget i 1991 med filialregleme i AL kap. 17 (Apl § 68), nu selskabslovens kap. 19; se herom nærmere nedenfor i kap. 4.4.

Det *tolvte selskabssdirektiv om enkeltmænds-selskaber med begrænset ansvar* blev ligeledes vedtaget i 1989 som rådets direktiv 89/667/EØF. Det blev gennemført i 1991.

Det *trettende direktiv om overtakelsestilbud* (takeovers) var under forberedelse i mange år. Forslag til direktiv blev fremlagt i 1989 og 1996 og så ud til at skulle vedtages i 2001. Direktivet faldt imidlertid ved behandlingen i parlamentet. Folgen heraf blev imidlertid ikke, at direktivet blev opgivet, men tværtimod at Kommissionen satte ny energi ind på at få udarbejdet et nyt direktivforslag, og i det hele på at formy arbejdet med at udvikle selskabs- og børssretten.<sup>30</sup> Et nyt forslag blev således fremsat af den nydannede *High Level Group of Company Law Experts* den 10. januar 2002. Efter mange forhand-

30. Jf. herved *Rolf Skog* i NTS 2001:3 p. 331 f. og 339 f. og *Harmoniseringen av bolags- og børssratten inom EU – ny vind i seglen, samme* i NTS 2007:1 p. 66 f., *Harmoniseringen av bolagsratten inom EU og samme* i NTS 2001:4 p. 407 f., *Takcoverdirektivet – en historia utan slut?* Se om forslaget også *Niels Jul Clausen og Karsten Engsig Sørensen* i U 2003B, p. 25 ff. og *Werlauff* i *Hyldestskrift til Jørgen Nergaard* 2003 p. 1003 f.

Inger blev direktivet – 2004/25 – vedtaget i 2004. Direktivet indeholder en blanding af selskabsretlige og hørretlige regler. Det betegnes derfor nu blot som takeoverdirektivet. Direktivet blev implementeret i 2005 med ændringer i den daværende aktieselskabslov og værdigapsforskrift m.v. Se om over, ugelesestilbud nærmere nedenfor i kap. 16.8.

Forslaget til et fjerntende direktiv indeholder regler om *flytning af et selskab hjemsted fra et land til et andet*. Sammen med forslaget til det tiende direktiv skal direktivet fremme grensoverskridende samarbejde. Forslaget til det fjerntende direktiv har dog fået lavere prioritet i lyset af Kommissionens bestrebelser på at få etableret europeiske selskabsformer som SE og SPE, jf. straks nedenfor samt nærmere i kap. 4.3. I lyset af nogle domme fra EU-Domstolen er der imidlertid ved den seneste revision af selskabsloven skabt hjemme til, at kapitalselskaber kan flytte hjemsted til og fra Danmark, jf. li. geledes nedenfor i kap. 4.3. og kap. 16.7.

De seneste år har i høj grad haft fokus på aktionærernes forhold. Der udfølger betydelige bestrebelser for at fremme sikkert aktivt ejerskab. Et vigtigt skridt blev taget med direktiv 2007/36/EF om udvælgelse af visse aktionærrettigheder i børsmektede selskaber. Formålet med direktivet er generelt at forbedre aktionærernes muligheder for at udøve indflydelse i de børsmektede selskaber.<sup>31</sup> Dette direktiv blev implementeret ved den nye selskabslov, 2009. Et forslag til et revideret aktionær direktiv blev fremsat i 2014, se herom nedenfor vedrørende Kommissionens Action Plan 2012. Et ændringsdirektiv blev vedtaget som direktiv nr. 2017/828/EU (SRD II). Ændringsdirektivet skulle være gennemført i Medlemsstaterne senest den 10. juni 2019.<sup>32</sup> For Danmarks vedkommende blev direktivet gennemført ved lov nr. 369 af 9 april 2019. Loven indeholder en lang række ændringer i selskabsloven, i kapitalmarkedsloven, i lov om finansiel virksomhed og en række andre love bl.a. vedrørende pensionskasser. Helt overordnet omfatter ændringsloven fire hovedpunkter, nemlig bedre muligheder for at identificere aktionærer, regler om aflæsning af ledelsesmedlemmer, godkendelse og offentliggørelse af væsentlige transaktioner mellem selskabet og nærtstående parter og pligter for institutionelle investorer og kapitalforvaltere til at offentliggøre en politik for aktivt ejerskab. Se i det hele de fulgende kapitler.

31. Se om direktivet *Hanne Sandberg-Birkmose*: NTS 2007-2 p. 60 f.
32. Se om ændringsdirektivet og den danske implementering *Mikael Philip Schmidt, Louise Celia Korpela og Philip H. Jordao*: NTS 2019-23 p. 11 f. Set i et bredere perspektiv *Hanne Sandberg-Birkmose*: *Sæmpede forventninger til de institutionelle investoreres rolle i corporate governance*: NTS 2020-23 p. 104 ff. og i øst hele nedenfor i kapitel 2.

### 1.3. Nogle træk af selskabslovgivningens historie

Kommissionen arbejder ikke kun med at udarbejde bindende direktiver og andre retsakter (forordninger), men med en bredere palet af reguleringer. Kommissionen har således i overensstemmelse med handlingsplanen fra 2003 – jf. om denne nedenfor under 2<sup>o</sup> – udstedi flere *henstillinger*. Dette gælder således Kommissionens henstilling, 2005/162/EF, om den rolle, der spilles af menige bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsorganer i børsmektede selskaber og om udvalg nedsat i bestyrelsen/ledelsesorganet. Henstillingen kan enten implementeres gennem lovgivning eller i corporate governance codes. Danmark har valgt det sidste alternativ, jf. nedenfor om de danske Anbefalinger for god Selskabsledelse.

Et af de senere års mest omdiskuterede emner angår fastsættelse af direktiver. En række markante misbrug, navnlig af meget gunstige incitamentsordninger, har sat gang i diskussionerne om, hvorvidt disse ordninger virker efter deres egentlige hensigt – at forbedre selskabets resultater. Kommissionen har herom udgivet to henstillinger, nemlig henstillingen af 30. april 2009 – 2009/385/EF – om aflønning af ledelsen i børsmektede selskaber og henstillingen, ligeledes af 30. april 2009 – 2009/384/EF – om aflønningspolitik i finanssektoren. De to henstillinger blev i Danmark implementeret i Anbefalinger for god Selskabsledelse og i selskabslovens § 139. De findes nu i SL § 139 og 139a-b om selskabernes vederlagspolitik og vederlagsrapport i børsmektede selskaber, i ARL § 98 b og i lov om finansiell virksomhed §§ 77 a og 77 b, jf. herom nærmere nedenfor i kapitel 9.3.5.

Af interesse er også Rådets forordning (EØF) af 21. december 1989 nr. 4064/89, nu erstattet af forordning (EF) nr. 139/2004, om *kontrol med virksomhedssammenslutninger*. Forordningen kræver forudgående anmeldelse af større sammenslutninger og indeholder ret for Kommissionen til at udsætte, nægte eller betvinge en sammenslutning evt. at kræve en gennemført sammenslutning oplest. Forordningen har konkurrenceretlig karakter og angår fusioner og sammenslutninger, der har en fællesskabsdimension, jf. forordningens art. 1, stk. 2.<sup>33</sup>

Endvidere bør også nævnes Rådets forordning (EØF) nr. 2137/85 om *europeiske økonomiske firmagrupper* (EØFG). Firmagrupperne udgør en form for sammenslutning eller samarbejde mellem selskaber eller personer inden for flere fællesmarkedslande. Forordningen administreres af og anmeldelse sker her i landet til Erhvervsstyrelsen, jf. lov nr. 217 af 5. april 1989 om administration af Det Europæiske Økonomiske Fællesskabs forordninger om

33. Jf. om forordningen nærmere Sune Troels Poulsen i Andreas Christensen m.fl., Konkurrenceretten i EU, 2. udgave 2005 samt Karsten Engsig Sørensen, Bent Iversen m.fl., Regulering af Konkurrence i EU, 2008, p. 307 ff.

institution af europeiske økonomiske firmagrupper og den dertil hørende anmelselsbekendtgørelse nr. 1523 af 13. december 2007. Der er kun registreret ganske få europeiske firmagrupper i Danmark.<sup>34</sup>

Uden for akme- og anpartsselskabernes område bor også nævnes Rådets forordning 1435/2003 om »Statut for det europeiske andelselskab« (SCE) med tilhørende direktiv 2003/72/EF.<sup>35</sup> Forordningen finder anvendelse fra 18. august 2006. Forinden såsle der vodages en dansk gennemførelseslovgivning. Dene var uakeliggjortes bl.a. af, at andelselskaberne ikke er lovreguleret i Danmark. Gennemførelsen er lov nr. 454 af 22. maj 2006.

Endelig skal nævnes arbejdet med en Statut for Det Europæiske Selskab. Efter mange års tilslør lykkedes det at få vedtaget statuten i 2001. Gennemførelseslovgivningen blev vedtaget i 2004. Se nærmere herom nedenfor i kap. 4.3.3.

På privat basis har der i en årrække været arbejdet med et forslag til et europeisk anpartsselskab (SPE, *Societas Privata Europoeae*).<sup>36</sup> Dette arbejde blev videreført af EU-Kommisionen. Kommisionen har i juni 2008 fremsat et forslag til en forordning om et europeisk anpartsselskab, KOM (2008) 396/3. Der har dog ikke været den formede opbakning blandt medlemsstaterne til, at forslaget er blevet vedtaget. Forslaget er nu formelt trukket tilbage. I stedet er der fremsat et forslag til et europeisk enkeltmændsselskab, et *Societas Unius Personae* (SUP), KOM(2014) 212.<sup>37</sup> Det er dog også tvivlsomt, om dette forslag bliver vedtaget.

Et af de områder, hvor det har været svært at opnå europeisk enighed, vedrører arbejdstagernes stilling i selskabet. Der eksisterer en principiel uenighed om, hvorvidt arbejdtagers forhold skal reguleres i selskabsretten. Enkeltstående af problemerne omkring arbejdtagerne, nævntlig i forbindelse med virksomhedsoverdragelser og -opber, har været genstand for EU-regulering. Lov om lejlighedsstageres rettstillinger ved virksomhedsoverdragelse fra 1979 er således en gennemførelse af direktiv 77/187 ændret ved direktiv 98/50 (direktiverne er sammenknyttet i direktiv 2001/23/EF) og implementeret ved lov nr. 710 af 20. august 2002. Et direktiv om beskyttelse af arbejdstagernes i til-

34. For en bærdere anvendelse af europeiske virksomhedsgrupper, se *Werkstatt, Selskabsret*, 11. udg., 2019, p. 89 f. og samme, *Vigtigst virksomhedsform*, 3. udg., 2019, kapitel 17.

35. Se herom *Clausen Føde i NTS 2002* 4 p. 467 ff. og samme i *R.R. 2003/12* p. 28 f.

36. Se herom *Søren Friis Høeg i Jæbog 1998* (JHM) p. 110 f. samt *Paulina Dujmek i NTS 2001:1* p. 90 f. og samme, *Die Europäische Privatgesellschaft und die dänische Anpartsselskab*, 2003.

37. Se om forslaget Troels Michael Lille i *NTS 2015:2* p. 92 f.

støtte af arbejdsgiverens insolvens blev vedtaget af Rådet den 20. oktober 1980. Senere er vedtaget et direktiv om *europeiske samarbejdsudvalg*. Direktiv nr. 94/45/EF revideret ved direktiv nr. 2009/38/EF medfører pligt til at etablere samarbejdsudvalg i »Fællesskabskoncerne«, jf. nærmere nedenfor i kap. 10.

Reguleringen af de borsnoterede selskaber er stærkt påvirket af EU-regler. En væsentlig reform – Børsreform I – vedrørende de borsnoterede selskabers forhold blev gennemført ved en lov om Københavns Fondsbors nr. 316 af 4. juni 1986 med tilhørende bekendtgørelser. Børsreformen medførte bl.a., at udstedelse og omsætning af borsnoterede aktier skulle foregå gennem Værdipapircentralen. Med henblik herpå blev der gennemført en række ændringer i selskabslovene ved lov nr. 318 af 4. juni 1986. En harmonisering af reglerne om borsomsætning af værdipapirer, herunder aktier, blev indledt med vedtagelse af et direktiv af 5. marts 1979, Rådets direktiv 79/279/EF, om samordning af betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbors. Endvidere et direktiv af 17. april 1980, Rådets direktiv 80/390/EF, om kravene ved udarbejdelse, kontrol og udsendelse af de prospekter, der skal udsendes, når værdipapirer skal optages til officiel notering på Børsen. På borsområdet sker der i det hele en kraftig retsudvikling. Et direktiv fra 1988 om offentliggørelse af aktiebesiddelser i borsnoterede selskaber, det såkaldte »storaktionærdirektivet», blev gennemført i 1991. Det samme blev et direktiv fra 1989 om *insiderhandel*. Bl.a. den stigende internationalisering af værdipapirhandelen og værdipapirmarkedene førte til gennemførelsen af den såkaldte *Børsreform II* i 1996, som omfattede vedtagelse af værdipapirhandelsloven, lov nr. 1072 af 20. december 1995 og lov nr. 1071 af 20. december 1995 om fondsmæglerselskaber.

Børsretten har i de seneste år været genstand for væsentlig EU-retlig harmonisering. Med rådets direktiv 34/2001/EF konsolideres en række børsdirektiver bl.a. storaktionærdirektivet. Der blev bl.a. vedtaget et nyt prospekt direktiv, 2003/71/EF, og et nyt direktiv om markedsmissbrug, 2003/6/EF m.v. Begge direktiver blev implementeret i 2005 med ændringer i værdipapirhandelsloven og de tilhørende regelsæt.<sup>36</sup> Med en række ændringer af værdipapirhandelsloven ved lov nr. 108 af 7. februar 2007 implementeredes EU's gennemsigtighedsdirektiv, 2004/25/EF, og det såkaldte MiFID-direktiv, 2004/39/EF. Ændringerne var så omfattende, at man kan

36. Jf. om EU-udviklingen generelt Paul Krüger Andersen, *Nis Jul Clausen* og *Jesper Lau Hansen*, *Børsretten*, 6. udg., 2019, p. 51 ff., Schauburg-Müller og Werlauff, *Børs- og kapitalmarkedsret*, 6. udg. 2019, samt i det hele Jesper Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven*, 2020.

tale om en *Borsreform III*. Et ny følge af borsreguleringer så dagens lys som en konsekvens af finanskrisen – en *Borsreform IV*. En ny markedsmissbrugsförordning, Forordning (EU) nr. 596/2014 (MiFIR), trådte i kraft den 3. juli 2016 og overlodiggjorde bl.a. de danske regler om insiderhandel og kursmanipulation i Vphl. kapitel 10, jf. nærmere herom nedenfor i afsnit 3.2. *MiFID II*, bestående af Direktiv 2014/65/EU og Forordning (EU) nr. 600/2014 (MiFIR), trådte i kraft den 1. januar 2018. Herudover arbejder EU-Kommisionen ud fra en ny handlingsplan om en fælles europeiske kapitalmarkedsunion, der bl.a. har til hensigt at reformere de europæiske prospektregler.<sup>39</sup> Kendetegnene for Borsreform IV er Kommissionens stigende anvendelse af forordninger. Fra et dansk perspektiv medførte reformen, at verdipapirhåndelsloven fra 1. januar 2018 blev erstattet af lov om kapitalmarkeder,<sup>40</sup> jf. nærmere herom nedenfor i afsnit 3.2.

EU's selaskabsretlige direktiver gennemføres ved nationale love m.v. EU-Domstolen er kompetent til at fortolke de nationale regler, der gennemfører direktiverne. Dene gælder for alle EU-landene. EU-Domstolens afgørelser har således betydelig retsikkeværdi. Sager kan foreligges EU-Domstolen som prejudicielle spørgsmål.

Danske domstole har hidtil været relativt tilbageholdende i denne henseende, men foreliggelse er dog sket i enkelte tilfælde.<sup>41</sup> Andre lande foreligger imidlertid også sager, således at praksis fra EU-Domstolen med tilsigter imidlertid også sager, således at praksis fra EU-Domstolen med tilsigter.

39. EU-Kommisionens handlingsplan for etableringen af en kapitalmarkedsunion KOM (2015) 468 final.
40. Lovens er kommet i David Møller, Schønborg-Müller & Werlauff, Kapitalmarkedsloven med kommentar, 2018 og Jasper Lau Hansen, Kapitalmarkedsloven med kommentar, 2020.
41. Mest kendt er Centros-dømmen fra 1999 om Erhvervsstyrelsens tvagelse af at registrere en filial af et engelsk private company, se om denne dømme nedenfor i kap. 4.5. Nægelse af foreliggelse er f.eks. dømt i U 2002-213 Q, hvor højretroen ikke fandt, at der var en sådan tvist om, hvortil Al. 117 var formelt modt i fællesskabstrettet (2. direktiv art. 42), og der var behov for at stille prejudicielle spørgsmål. Et eksempel på en dansk foreliggelse er sagen C-384/02 vedrørende fortolkningen af Insiderdirektivets bestemmelser om videregivelse af statens viden. Hvis dette ikke som ret normalt led i udøvelsen af vedkommendes berettigelse, erhverv eller funktioner, jf. direktivet art. 3 litra a, er videregivelsen lovlig. Fortolkningen havde betydning for straffesagen mod et naziartiderberørte dommer i det daværende RealDanmark vedrørende videregivelse af oplysninger om fusion med Danske Bank; se U 2009-2142 H (Gronnegård & Bang) og om denne sag bl.a. Jasper Lau Hansen i NTS 2009:3 p. 32 f. med henvisninger også nedenfor i kap. 9. Se generelt om prejudicielle spørgsmål bl.a. Peter Pagh i Birger Egeland Glørn & Korsnes Engelsk Samvær (ed.) EU-retten i Danmark, 2018, p. 519 ff., jf. også Peter Pagh, nærmere stad p. 473 f.

### 1.3. Nogle træk af selskabslovgivningens historie

den vil få stigende betydning (også) med hensyn til forståelsen af dansk selskabslovgivning.<sup>42</sup>

2<sup>o</sup> Fiascoen med at få vedtaget takeoverdirektivet i Europa-Parlamentet lammede for en kort stund det selskabsretlige arbejde i EU. Meget hurtigt valgte Kommissionen en ny vej fremad med nedsettelsen af *The High Level Group of Company Law Experts*. Denne gruppe afgav sin rapport om »A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe« den 4. november 2002. Efter gruppens formand, Jaap Winter, kaldes rapporten ofte *Winter-rapporten*. Anbefalingerne i Winter-rapporten blev efterfølgende indarbejdet i Kommissionens *Action Plan »Modernisation of Company Law and Enhancement of Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward»*. Planen blev offentliggjort den 21. maj 2003.

Handlingsplanen indeholdt en lang række nye initiativer. Kommissionen anfører som begründelse for de nye initiativer, at »Der er behov for initiativer, der enten har til formål at modernisere de eksisterende selskabsretlige instrumenter i EU eller at ferdiggøre EU-rammema med et begrænset antal nye, skreddersyede instrumenter« for at opnå størst muligt udbytte af det indre marked, integration af kapitalmarkederne og maksimering af fordelene ved moderne teknologi.

Som overordnede mål angives *styrkelse af EU-selskabers globale konkurrencedygtighed samt en styrkelse af aktionærernes stilling, såvel som en forbedret beskyttelse af tredjemand*.

Handlingsplanen prioriterede foranstaltningerne i tre faser (kort, mellem-lang og lang sigt). I Kommissionens pressemeldelse opregnes som nævnt de mest påtrængende initiativer. Disse var:

1. Introduktion af en årlig udtalelse om børsnoterede selskabers corporate governance status med »the key elements of their corporate governance structures and practices».
  2. Udvikling af et »Legislative framework aiming at helping shareholders to exercise various rights».
  3. Udarbejdelse af en »Recommendation aiming at promoting the role of (independent) nonexecutive or supervisory directors« på en »comply or explain« basis.
42. If. som eksempel også dominene i *Überseering*, C-208/00, *Inspire Art.*, C-167/01, *Carterio*, C-210/06, *Sovic Systems*, C-411/03, og *VALE*, C-378/10. Se om dominene nedenfor i kap. 4.3. Domstolens afgørelser i selskabsretlige sager omtales løbende bl.a. i NTS, se således senest *Karsien Engsig Sørensen* i NTS 2021:1 p. 134 f.

4. Udarbejdelse af en »Recommendation on directors' remuneration».
5. Etablering af et »European Corporate Governance Forum» med henblik på koordinering af og konvergencen mellem de nationale codes.

Andre initiativer i handlingsplanen omfatter emner, som *de institutionelle investørers rolle*, principet om *proportionalitet mellem kapital og kontrol*, valgfrihed mellem *en-strenget* og *to-strenget ledelsesstruktur*, og *ledelsens ansvar for finansielle og væsentlig ikke-finansiel information samt koncernforhold*.

Overordnet understreges bestrebelserne for at etablere »*a real shareholder democracy*«.

Hvad angår handlingsplanens punkt 1, havde Danmark med Norby-udvalgets første Anbefalinger for god Selskabsledelse fra 2001 og den efterfølgende implementering af anbefalingerne i Københavns Fondenborgs noteringsregler (nu Nasdaq Copenhagen Udstederregler) allerede opfyldt en del af kravene i dette punkt. Med en revision af anbefalingerne i 2005 blev Kommissionens anbefaling om at indføre det såkaldte *comply or explain-princip* også efterkommet.<sup>43</sup> Kravet om en årlig redegørelse om børsnoterede selskabers corporate governance-status er opfyldt ved bestemningen i ÅRL § 107 b.

Kommissionen har overvejet, om der er behov for udarbejdelse af en fælles europeisk corporate governance code. Kommissionen konstaterer, at de regelser, der er udarbejdet i de enkelte lande, udviser en bemærkelsesværdig konvergens, og at der ikke opnås væsentlige fordele ved at udvikle et europæisk regelsett som et yderligere lag mellem internationale principper og nationale regler. På det forstnevnte område bemerkes, at Kommissionen har deltaget aktivt i et arbejde med at revidere OECD's corporate governance principper fra 1999 (i revideret udgave fra 2015) og har i øvrigt arbejdet med en samordning gennem et europeisk corporate governance-forum, som efterfølgende blev oprettet (handlingsplanens punkt 5).

En del af anbefalingerne i punkt 2 har Danmark opfyldt med selskabslovens regler om IT-generalforsamlinger m.v. samt ved implementeringen af direktivet om aktionærrettigheder ved selskabsloven af 2009.

Punkt 3 om bestyrelsens sammensætning, honorar, ansvar m.v. har i Danmark været til diskussion i forbindelse med tilblivelsen og revisionerne af de

43. Se om Norby-udvalgets første rapport, bl.a. *Paul Krüger Andersen* i NTS 2002:1 p. 94 f. og om selskabernes anvendelse af *comply or explain-principet* *Maja Kragh-Schwarz* i NTS 2007:4 p. 94 f. samt nedenfor i kap. 2.3 om de seneste Anbefalinger for god selskabsledelse.

danske Anbefalinger for god Selskabssædelse. Anbefalingerne tager stilling til flere af de spørgsmål, som Kommissionens handlingsplan behandler. Kommissionen legger særlig vægt på at undgå, at der forekommer interesskonflikter hos ledelsesmedlemmerne, og bebuder i handlingsplanen de senere fremsatte henstillinger – herunder den foran omtalte henstilling 2005/162/EU – som indeholder minimumsstandarder for oprettelse, sammensætning og den rolle, som udnevnelses-, aflønnings- og revisionsudvalg skal spille. Se om disse udvalg nedenfor i kapitlerne 9 og 13.

I overvejelserne om bestyrelsen varslede Kommissionen endvidere en henstilling om etablering af et system, som kan sikre, at aktionærerne kan bedømme forholdet mellem virksomhedens resultater og ledelsens aflønning (handlingsplanens punkt 4). Henstillingen er den foran omtalte henstilling 2009/385/EU. Systemet består af fire nøglekomponenter, nemlig oplysning om aflønningspolitikken i årsregnskabet, oplysning om detaljer vedrørende de enkelte bestyrelseshonorarer, forudgående godkendelse på generalforsamlingen af de aktie- og optionsordninger, som bestyrelsesmedlemmer deltager i, og ordentlig indregning i årsregnskabet af, hvad sådanne ordninger koster virksomheden. Regler af denne type er gennemført i Danmark, senest i udvidet form som følge af implementeringen af ændringsdirektivet til aktionæretighedsdirektivet i 2019, jf. nærmere nedenfor i kap. 9.3.5 samt kap. 13.

Kommissionen ønskede endvidere på kort sigt at stadfeste bestyrelsесmedlemmernes ansvar for finansielle og væsentlige ikke-finansielle oplysninger. På mellemlang sigt bebudedes et direktivforslag med en række midler til at øge bestyrelsernes ansvar. Nogle af disse midler findes allerede i gældende dansk ret, men kan formentlig effektiviseres.

Beskyttelsen af selskabets kreditorer sker i dag først og fremmest på grundlag af reglerne i kapitaldirektivet, nu direktiv nr. 2017/1132/EU. Det europeiske kapitalbeskyttelsessystem, som det er funderet i kapitaldirektivet, har været under debat i de senere år.<sup>44</sup> Der har bl.a. været stigende kritik af kravet om minimumskapital og de deraf afledede kapitalregler. Bl.a. på baggrund af den såkaldte SLIM-rapport<sup>45</sup> ville Kommissionen arbejde med at udvikle et alternativt system, som kan tilvejebringe en passende beskyttelse af aktionærer og kreditorer. Foreløbig er der dog kun vedtaget en mere begrænset ændring i kapitaldirektivet ved ændringsdirektivet 2006/68, som blev im-

44. Se f.eks. allerede indlæggene af *Bernhard Goemard, Paul Kriger Andersen, Jan Andersson og Mette Neville* i Lars Bo Langsted (red.) *Selskabers kapital* 1999 s. 1 ff. Der er en omfangsrig international litteratur, der diskuterer dette emne.

45. Se herom *Eddy Wymeersch* i NTS 2002:2 s. 126 f.

plementeret med vedtagelsen af selskabsloven.<sup>44</sup> Selskabsloven af 2009 bygger således stadig på det traditionelle kapitalbeskyttelsessystem.

I 1984 udarbejdede Kommissionen et udkast til 9. direktiv om koncerner. Koncernretten harer imidlertid til de orråder, som det har vist sig vanskeligt at harmonisere. Forslagene i direktivudkastet fra 1984 er nu endeligt opgivet, men Kommissionen har ikke opgivet at gennemføre væsentlige koncernregler. I Actionplan 2003 behøves bl.a. et rammedirektiv, hvorefter medlemsstaterne forpligtes til at sørge for rammeregler, der giver mulighed for at gennemføre en koordineret koncernpolitik. Danmark – og de øvrige nordiske lande – hører som bekendt til de lande, der ikke har en udtrykkelig regel om koncernledelse. Gennemførelse af et regelsett om ret til koncernledelse vil nødvendiggøre en mere generel gennemgang af de forskellige koncernregler. Danmark har i øvrigt gode muligheder for at tilslutte sig grundankerne i Kommissionens opkøg.<sup>45</sup> Selskabsloven af 2009 og forsøjet, betenkning 1498/2008, indeholder imidlertid ingen generel droftelse af koncernde problemstillede, kun bemærkninger om enkelte problemstiller og nogle få ændringer, jf. nærmere nedenfor i kap. 15.

44. Se herved Paul Krüger Andersen i NTS 2005:3 p. 61 f. Forlaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime? og Jan Andersson i NTS 2005:3 p. 75 f. »Det nya aktiebolagsrättsliga borgenskyddet, rättspolitiska funderingar. Se også vedrørende forslagets betydning for dansk ret Solveig Kristine Forvold i NTS 2005:3 p. 87 f. og 2005:4 p. 48 f. Se om diskussionen [eksk.] Part III: Changing the European regulatory framework in Company Law and Finance, Paul Krüger Andersen & Karsten Engsig Sørensen (red.), 2005, p. 55 ff., med bidrag af Paolo Santella & Riccardo Turrini, Jödla Mähönen og Jan Andersson. Jesper Lau Hansen gennemgår kritisk det traditionelle kapitalbeskyttelsesregime i introduktion til sel-skabrettens og kapitalmarkedsretten, 2. udg., 2015, p. 353 f. Se også den finske Utredning om förtynande av borgenskydd och en möjlig förankring av borgenskyddsnormen i aktiebolagslagen 2020:37. Utredningen er omdelt af Antti Kärki m.fl. i artiklen »Modernizing creditor protection in limited liability companies – equity and finance», NTS 1, 2021, p. 1 f.
45. H. således nærmere bl.a. Paul Krüger Andersen i ZGR 1/2002 s. 96 ff. om det forslag, som er offentliggjort af Forum Europeum Koncernrecht i ZGR 4/1995 s. 672 f. (omtalt i NTS 2005:3/4 s. 214 f.), samt artiklen af Høstmeijer, Paul Krüger Andersen, Søren Friis Hansen, i Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (eds) *The Internationalization of Companies and Company Laws*, 2001, p. 11 ff. Et forslag til en regulering gives af Paul Krüger Andersen i NTS 2006:4 p. 87 f. Europæisk koncernret Quo Vadis? Se også Liv Størs i NTS 2004:4 s. 407 ff. om koncernledelse og den såkaldte Rosenblumtekniqen. Den nærmeste aktiebolagslæge modellov (EMCA) indeholder i kap. 15 forslag til en koncernregulering. Se bl.a. Pierre-Henri Conac i Hanne S. Burkmoes, Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen (eds), *Boards of Directors in European Companies*, 2013, p. 75 ff. Se videre nedstillet i kap. 15.1.

3<sup>4</sup> Kommissionens handlingsplan fra 2003 er i store træk realiseret for så vidt angår planerne på kort sigt. Næste fase vedrørende planerne på mellemlang og lang sigt blev indledt med en offentlig konsultation om den fortsatte modernisering af selskabsretten.<sup>45</sup> Kommissionen lagde med høringen op til en revurdering af handlingsplanen fra 2003 i lyset af den såkaldte *Lissabon agenda* om økonomisk vækst og beskæftigelse samt EU's *better regulation policy*.

Det overordnede mål beskrives som »the tandem of improving the competitiveness of EU companies and better regulation». I førstnævnte henseende fremhøves, at »The EU corporate governance regulatory framework should encourage entrepreneurship i.e. facilitate the setting up and operation of business». I sidstnævnte anføres, at reguleringen skal ske i »strict compliance with the principles that (i) legislating at EU level is only justified when that is the best level at which to act and where legislation is the only way possible – when the market alone cannot efficiently address concerns – and (ii) due consideration will be given to those instruments that put the least burden on companies and leave them as much flexibility as possible.«

Ikke mindst finanskrisen har dokumenteret et behov for reformer både inden for den finansielle sektor og inden for den almindelige selskabsretlige regulering. Kommissionen offentliggjorde i 2010 en grønbog om corporate governance inden for den finansielle sektor (COM (2010) 284 final), og Kommissionen fremsatte senere forslag om strengere regler inden for den finansielle sektor (COM (2011) 453 og COM (2011) 452 final). Bl.a. på baggrund heraf er der i Danmark gennemført en lang række ændringer i lov om finansiel virksomhed.

På det almindelige selskabsretlige område offentliggjorde Kommissionen tilsvarende en grønbog, En ramme for corporate governance i EU (COM (2011) 164 final). Grønbogen hviler bl.a. på arbejdet i en af Kommissionen nedsat ekspertgruppe (Reflection Group).

Grønbogen følger de senere års udviklingstendenser, der set selskabsretten i en bredere samfundsmæssig kontekst. Grønbogen indledes således med meget bredt formulerede målsætninger for den selskabsretlige regulering. Det siges således, at Kommissionen »vil arbejde på at sikre et stærkt og velfungerende indre marked, som i højere grad fokuserer på borgernes og genvinder deres tillide.«

45. Directorate General for Internal Market and Services, Consultation on future Priorities for the Action Plan on Modernising Company Law and enhancing Corporate Governance in the European Union, 2006.

På basis af en ny konsultation offentliggjorde Kommissionen i december 2012 en ny *Action Plan: European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies* (COM (2012) 740 final). Planen angiver Kommissionens fremtidige initiativområder. Disse er:

- Transparens – bedre information til investorer og samfund
- Motivation til aktivt ejerskab
- Støtte til selskabers vækst og konkurrencedygtighed.

Inden for hvert område angives konkrete initiativer. Vedvarende øget transparens er således vedtaget direktivet om årsregnskaber og konsoliderede regnskaber m.v., 2013/34/EU med ændringsdirektiv 2014/95/EU om offentliggørelse af ikke-finansielle oplysninger og oplysninger om mangfoldighed for visse store virksomheder og koncerne. Direktiverne er implementeret i dansk ret ved en revision af årsregnskabsloven. Se herom nedenfor i kap. 13 om regnskab og revision. Det mest omfanrende initiativ fra Kommissionen var forslaget til et revideret aktionærddirektiv, COM (2014) 213 Final, nu gennemført ved ændringsdirektivet fra 2017 og ændringerne i selskabsloven mv. i 2019 jf. foran. Forslagets formål er at opmuntre aktionærerne til at engagere sig i selskabet og til at tage et mere langsigtet perspektiv vedvarende deres investeringer.

Selskabsrettens udvikling i de kommende år vil i høj grad handle om reguleringer vedvarende selskabernes og selskabsrettens samfundsmaessige rolle. Selskaberne spiller en central rolle i samfundsudviklingen. Hvilken rolle skal selskabsretten spille? Internationalelt føres en intens diskussion om selskabernes *purposes* (ikke at forveksle med selskabernes vedtægtsmaessige formål). Direkte og indirekte sker der en regulering af selskabernes adfærd: Selskaberne skal i stigende grad forholde sig til deres samfundsmaessige ansvar, og indirekte påvirkes selskaberne bl.a. af de krav, som stilles til pensionsselskabernes udevelse af aktivt ejerskab og af kravene til den finansielle sektors bidrag med hensyn til at fremme bæredygtig vækst. Se nærmere om udviklingen på disse områder nedenfor i kap. 2.1.2.5.

### 1.3.5. Modernisering af de danske selskabslove – selskabsloven af 2009

1° Aktieselskabsloven er ændret adskillige gange siden den store reform i 1973. En betydningsfuld ændring af selskabslovene blev gennemført i tilslutning til vedtagelsen af konkursloven af 1977. Samtidig med konkurslovens vedtagelse ophævedes de særlige regler i selskabslovene om insolvent likvi-

dation af selskaber. Insolvente selskaber oploses nu ved konkursbehandling efter konkurslovens almindelige regler. Tilbage i selskabslovene blev alene reglerne om solvent likvidation.

Ved lov nr. 52 af 20. februar 1985 blev gennemført ændringer vedrørende arbejdstagernes valg af bestyrelsесmedlemmer (udvidelse af medarbejderrepræsentationen), vedrørende aktieselskabsregistrets administration samt vedrørende omkostninger, der afholdes i forbindelse med stiftelse og kapitalforhøjelse. Loven blev ændret ved lov nr. 886 af 21. december 1991 som gennemførte en forhøjelse af kapitalkravene til selskaber (A/S 500.000, ApS 200.000 kr.). Ved lov nr. 1060 af 23. december 1992 gennemførtes en række af de forslag, der blev fremsat i betænkning 1229:1992, »Forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene». Der blev derudover gennemført en række bestemmelser, der præciserer bestyrelsens pligter. Ved loven blev 6. direktiv om spaltning gennemført, der blev gennemført forbedringer i aktionærernes muligheder for at folge med i selskabets forhold, reglerne om aktionærernes fortegningret blev ændret, reglen i AL § 79 om aktionærernes individualrettigheder blev ændret, og der blev gennemført en række mindre ændringer i selskabslovene. Lovændringerne var alt i alt ganske omfattende.

Senere lovaendringer er sket ved lov nr. 122 af 18. februar 1994 om ændring af årsregnskabsloven m.v. Denne lov udvider Erhvervsstyrelsens muligheder – og pligter – til at undersøge selskabernes årsregnskaber. Erhvervsstyrelsens pligter i så henseende er senere udvidet væsentligt, senest ved lov nr. 642 af 19. maj 2020 med den såkaldte »kontrolpakke» i lovens §§ 159 og følgende, jf. nærmere nedenfor i kap. 2.4.

Med lov nr. 448 af 7. juni 2001 blev årsregnskabsloven væsentligt ændret såvel i form som indhold. Som følge heraf blev der gennemført en række ændringer i selskabslovene. Årsregnskabsloven er senest gennemgribende revideret ved lov bkg. nr. 838 af 8. august 2019, jf. nedenfor i kapitel 13. I sammenhæng hermed skal nævnes, at de tidligere love om statsautoriserede beholdsvis registrerede revisorer blev samlet til én revisorlov, lov nr. 302 af 30. april 2003. En ny revisorlov er senere vedtaget som lov nr. 468 af 17. juni 2008 om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder. Seneste lovbekendtgørelse er nr. 1287 af 20. november 2018. Se om revisorloven og de seneste ændringer nærmere nedenfor i kap. 13.

Ved lov nr. 365 af 14. juni 1995 og nr. 377 af 22. maj 1996 blev bl.a. gennemført regler om statslige aktieselskaber. Senere er vedtaget et par mindre ændringer i 1998, bl.a. om angivelse af aktiekapitalen i euro.

Takeoverdirektivet blev som nævnt implementeret i 2005, dels ved indsettelse af et nyt kap. 10 a i aktieselskabsloven og dels ved en række ændrin-

ger i værdipapirhaandelsloven m.v. Se om de nu gældende regler nedenfor i kap. 16.8.

Med lov nr. 246 af 27. marts 2006 blev der gennemført ret omfattende ændringer i aktie- og anpartsselskabsloven, SE-loven og andre selskabsretlige love. Samtidig blev årsregnskabsloven ændret ved lov nr. 245 af 27. marts 2006. Hovedsigtet med denne ændring var at få holdt små virksomheder fra revisionspligt. Se videre herom nedenfor i kap. 13.

Bemærkningerne til 2006-ændringerne i selskabslovene genlog et mantra om, at Danmark skal være et af verdens mest konkurrencedygtige samfund. »Godt selskabsretlige rammer vil kunne fremme virksomhedernes effektivitet og konkurencoerne samt sikre investorenes investeringslyste», siges det.

Ændringsloven indeholdt en lang række forenklinger navnlig vedrørende selskabslovens kapitalregler og markerede generelt et væsentligt skift i den danske reguleringstradition. Hvor Danmark således ganske ofte har indført regler, der er mere restriktive end kravet af EU-reglerne, siges nu, at »overimplementering af EU-direktiver bør være undtagelsen«, og videre at »Danske virksomheder skal således efter regeringens opfattelse ikke være underlagt strengere og dermed mere byrdefulde betingelser end de EU-retlige krav, modmindre almindelige hensyn i særlige tilfælde tilsiger dette.«

Anpartsselskabsloven blev ved lovændringerne indtil 1996 ændret i overensstemmelse med aktieselskabsloven med de modifikationer, der følger af anpartsselskabsformen.

I betjenning 1251:1993 »Forenkling af anpartsselskabsloven« blev der som nævnt ovenfor foreslægt lovændringer, der udvider aftalefriheden i anpartsselskaber ganske væsentligt.

Forhøjelsen af kapitalkravene ved lovændringerne i 1991 havde en 5-års overgangsregel. Tiden viste, at en betydelig del af anpartsselskaberne ikke kunne leve op til de øgede krav. Dette blev den umiddelbare anledning til at genoptaske en fuldstændig revision af anpartsselskabsloven i 1996. Ved revisionen nedsattes kravene til anpartsselskabers kapital til 125.000 kr. Til gengengold skærpedes visse andre kapitalbekyndningsregler, jf. nærmere nedenfor i kap. 3.1.

Ved ændringsloven i 2006 blev formidlingslinjico fastholdt. Det siges i de almindelige bemærkninger, at »Anpartsselskabsloven skal (derfor) kun indeholde de regler, der er nødvendige for at loven kan være et forsvarligt grundlag for stiftelse og drift af en mindre virksomhed.«

Reformarbejdet fortsatte. I efteråret 2006 nedsatte økonomi- og erhvervsministeren et udvalg, som fik til opgave at leve en betjenning om modernisering af den danske selskabsret.

### 1.3 Nogle træk af selskabslovgivningens historie

Udvalgets kommissorium fortsatte linjen fra ændringslovgivningen i 2006. Der tales om at sikre »virksomhedens rammevilkår i verdensklasse«, om at undgå »overimplementering af EU-direktiver« og om at sikre »en dynamisk og fleksibel lovregulering«.

Der skulle ske en fuldstændig gennemskrivning af de eksisterende love, som skulle resultere i en eller flere helt nye love, således som det også var tilfældet i 1972. Resultatet af moderniseringudsvalgets arbejde blev som nævnt fremlagt i betænkning 1498/2008 »Modernisering af selskabsretten«. Betænkningen er, efter danske forhold, usædvanlig omfangsrig (i alt 1266 sider).

Kommissoriets beskrivelse af målsettingen var ganske ambitiøs. Det skulle sikres, at »dansk selskabsret er i front på det internationale marked«. De angivne temaer for arbejdet var:

1. Reguleringen skal være målrettet og give fleksibilitet i forhold til den enkelte virksomheds situation og behov.
2. Gennemgang af unødvendige regler, struktur og sproglig opdatering samt sikring af, at skrifflighedskrav ikke er til hinder for anvendelse af moderne kommunikation.
3. Overvejelse om at fjerne stadigt eksisterende overimplementering af selskabssdirektiverne.
4. Overvejelse af forholdet mellem ledelsens ansvar og blandt andet oplysningskrav.
5. Overvejelse af den eksisterende regulering af selskabskapitalen og undersøgelse af mulighederne for brug af finansielle instrumenter, herunder overvejelse af indførelse af såkaldte non par value-aktier.

Efter en kort høringsfrist blev udvalgets lovforslag, i store træk uændret, vedtaget som lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven).

Den mest synlige ændring er, at Danmark med selskabsloven forlader to-lovs-systemet, som har tysk oprindelse, og går over til det engelsk-inspirerede en-lovs-system, som i Norden også findes i Sverige og Finland. Der er dog fortsat de to kendte selskabstyper, aktieselskaber og anpartsselskaber, men de benævnes nu under ét *kapitalselskaber*, ligesom aktionærerne og anpartshaverne stadig betegnes som sådan, men – når de omtales samlet – betegnes som *kapitalejerne*, jf. lovens § 1 og definitionerne i § 5.

Et af problemerne med de hidtidige love om aktieselskaber og anpartsselskaber var, at prisen for at gennemføre den forenklede anpartsselskabslov i 1996 var, at der kom til at herske usikkerhed på en række områder, hvor reg-

ker om forhold, der var regulert i aktieselskabsloven, var »forenklet« bort.<sup>19</sup> Selskabsloven benytter i stedet en form for »byggeklodssystem«, hvor der som udgangspunkt gives fulle regler for aktie- og anpartsselskaber, der, nemlig, under et betegnelse som kapitalselskaber.<sup>20</sup> Når eksempelvis § 2, stk. 3, siger, at »Et kapitalselskab navn må ikke være egnet til at vidtide«, gælder dette både aktieselskaber og anpartsselskaber. Samtaler, der kun skal gælde for aktieselskaber eller anpartsselskaber, markeres i lovteksten ved henviselse af ordene aktieselskaber eller anpartsselskaber, se eksempelvis lovens § 4, stk. 2, om minimumskapitalen i husholdsvise aktie- og anpartsselskaber.

En væsentlig ændring i den grundsættende opfattelse om selskaberne mellem de selskabsformer, som loven regulerer, er, hvad betænkningen betegner som en »definering af A/S og ApS«.<sup>11</sup> En opdeling er nødvendig, bl.a. fordi et nyt af selskabslagretten kun gælder for aktieselskaber.

Tankesangen bag den hidtidige anpartssekskabslov var, at denne sel-skabsform var monteret på, men dog ikke forbundet, små selskaber med få deltagere – ofte såkaldte ejerledede selskaber. I disse selskaber skulle reglerne være mere enkle og fleksible, bl.a. med hensyn til ledelsesreglerne. Modernisering-udvalget overvejede, om man kunne tillætte anpartssekskabsformen mere til de små selskaber, f.eks. ved at definere grænseværdier eller selskabets størrelse efter en model svarende til årsregnskabslovens. Udvalget – og loven – valgte imidlertid, at den opdeling, som loven bygger på, sondres mellem:<sup>32</sup>

1. Det private selskab (ApS)
  2. Det offentlige selskab (A/S)
  3. Det offentligt handlende selskab (A/S)

Det afgivende kriterium, som efter selskabslovens adskiller aktieselskaber og asparøsselskaber, berør skædes ikke på samme skrifter, men på om selskabet kan hente kapital hos offentligheden. Dette udtrykkes i selskabslovens § 1, stk. 3: »Et asparøsselskab kan ikke udnytte selskabets kapitalanlæg til offentlighedens.“<sup>11</sup>

49. Se faks. om de forvaltningsmæssige problemer, dette gav anledning til nærværende børs 10. mdr. 2008, s. 16 f.

29 *Lamprologus callipterus* (Boulenger, 1894) (Fig. 13)

51 Revolution 1493/2000 p. 2

52. If den økonomiske vurdering nedenfor viser at private, public companies og listed companies samt avtalede og fiktive vurderinger er både private og publics boliger.

33. Mogenne ons dette kristian næderfor (Eng. 53)

Reglerne om den offentlige handel med aktier findes i kapitalmarkedsloven. Da de udstedende selskaber er aktieselskaber, er der en grænseflade mellem selskabsretlige og kapitalmarkedsretlige regler.<sup>54</sup> Der er ikke en skarp grænse mellem selskabsret og kapitalmarkedsret. Beskyttelse af aktionærer (minoriteter) og kreditorer hører typisk til det selskabsretlige univers. Selskabsloven indeholder derfor en række særegler, der kun gælder for selskaber, hvis aktier handles offentligt, eksempelvis reglerne om dagsorden og indkaldelse til generalforsamling i lovens §§ 90, stk. 3, og 97, forbudet mod arbejdende bestyrelsesformænd i § 114 og lovens kap. 19, §§ 353 og følgende om overtagelesestilbud.

Det reviderede inddelingskriterium indebærer, at de fleste regler i selskabsloven både omfatter aktie- og anpartselskaber. Da loven samtidig er blevet noget større end den hidtidige aktieselskabslov (389 §§ mod hidtil 179 §§), kan det medføre, at ikke mindst små selskaber kan have vanskeligt ved at overskue reglerne. Moderniseringssudvalget var opmærksom på dette forhold, og løsningen blev ifølge forarbejderne, at Erhvervsstyrelsen skulle udarbejde en særlig vejledning til brug for især de små selskaber, således at disse på en nem og overskuelig måde kan få overblik over de regler, som netop vedrører dem, se nu Erhvervsstyrelsens vejledning juni 2019 om stiftelse af ApS og A/S.

Overvejelserne bag selskabsloven har begrænset fokus på de særlige forhold, der gør sig gældende navnlig i mindre ejerledede selskaber. Uanset at det er de små personledede selskaber, der antalsmæssigt udgør den største del af selskaberne,<sup>55</sup> indeholder forarbejderne kun få overvejelser om disse selskabers særlige forhold.<sup>56</sup> Indførelsen af iværksætterselskabet – IVS – i 2014 har i nogen grad rettet op på dette, men reglerne om iværksætterselskaber er nu ophævet, se nærmere nedenfor i kapitel 5.4.

På flere områder er der dog taget hensyn til de særlige forhold i anpartselskaber/selskaber med få deltagere. Dette gælder eksempelvis med hensyn til nationale fusioner og spaltninger, hvor kapitalejerne i enighed kan beslutte, at visse dokumenter ikke skal udarbejdes, jf. lovens § 256, stk. 2, hvorefter kapitalejerne i enighed kan fravælge at lave en spaltningsredegørelse, jf. tilsvarende § 257, stk. 2, om mellembalancen ved en spaltning. Visse fravigelser er ikke mulige efter fusionsdirektivet, men er gennemført for anpartselskaberne, som ikke omfattes af direktivet. Se lovens § 237, stk. 2, og § 255,

54. If. herved bl.a. Paul Krøger Andersen, Nis Jul Clausen og Jesper Lau Hansen, *Borsen*, 6. udg., 2019, p. 181 ff.

55. If. herved de statistiske oplysninger nedenfor i kap. 1.4.

56. If. herved kritisk Mette Neville i NTS 2008:4 p. 94 f. og hertil Jan Schams Christensen samme sted p. 128 f.

st. 2, om finansplanen henholdsvis spænningsplanen. Det kan også nævnes bestemmelserne i SL § 76, stk. 2 og 3, om fravigelse af lovens form- og frihedsprincip og om almindelige af alkoholiske drikkebordsgeneralforsamlinger. Begge dette kan ske, såfremt kapital ejerne er enige herom. Skønt reglerne gælder i alle kapitalselskaber, har de dog i praksis særlig betydning i anpartsselskaber og i selskaber med fl. kapital ejere.

Væsentlige materielle ændringer er gennemført som følge af det ændrede og liberaliserede kapitaldirektiv. Selskabsloven har udnyttet ændringsdirektivets muligheder for at liberalisere reglerne om egne aktier/anparter, jf. lovens kap. 12, § 196 og fulgtende. Hovedreglen er nu, at kapitalselskaber – altså både aktie- og anpartsselskaber – kan erhverve egne kapitalandele for alle midler, der kan udføres som ekstradokumenteret udbytte, jf. § 197, stk. 1.

Ligeledes er det absolute forbud mod selvfinansiering ophævet. Ophævelsen er dog teknisk uniformet som en undtagelsesbestemmelse til et forbud, jf. § 206 og nærmere herom nedenfor i kap. 8.5.

Derimod blev forbuddet mod aktionærernes ikke lempet i første omgang. Med virkning fra 1. januar 2017 er aktionærernes imidlertid lovliggjort, når visse betingelser er opfyldt, jf. nærmere nedenfor i kap. 8.5.

Væsentlige nye regler findes i lovens kap. 7, § 111 og fulgtende, om kapitalselskabers ledelse. § 111 giver aktieselskaber og anpartsselskaber mulighed for at vælge frit mellem forskellige ledelsesmodeller. Efter § 111, stk. 1, kan selskabet vælge den hidtil kendte ledelsesmodel, hvor selskabet ledes af en bestyrelse og en direktion, som varetager den overordnede henholdsvis den daglige ledelse af selskabet. Direktionen kan bestå af personer blandt bestyrelsens egen medlemmer eller af personer, som ikke er medlem af bestyrelsen. Hvis alle medlemmerne af direktionen samtidig er medlem af bestyrelsen, svarer det til den engelske en-strenge model med kun ét selskabsorgan, *board of directors*. Heri er egentlig ikke noget nyt. Nyt er derimod, at der efter § 111, stk. 2, kan vælges en struktur, hvor kapitalselskabet ledes af en direktion. Både aktieselskaber og anpartsselskaber kan fravælge en bestyrelse, men i aktieselskaber skal der i så tilfælde vælges et *tilsynsråd*, som dels skal ansætte direktionen og dels fare tilsyn med direktionen. Dette svarer til den tyske to-strenge model med en opdeling mellem »Vorstand« og »Aufsichtsrat«. Jf. om ledelsen i det hele nærmere nedenfor i kap. 9.

I kapitlet om generalforsamlingen – lovens kap. 6, § 76 ff. – indsættes enkelte nye bestemmelser, som følger af implementeringen af direktivet om aktionærbeskyttelse. Ved implementeringen af ændringsdirektivet i 2019 blev der som nævnt indsat en række nye regler, der forbedrer aktionærernes muligheder for at udøve aktiivt ejerskab, jf. nedenfor i kapitel 11.

Som nævnt indeholder loven yderligere en række ændringer og nye regler, der medfører forenklinger eller øger fribeden. Blandt disse kan nævnes, at:

1. stiftelsesreglerne er forenklet
2. der kan udstedes non par value-aktier
3. der kan udstedes stemmeloze aktier
4. der er ikke begrænsninger i, hvor stor en forskel der må være på stemmeretten på aktier
5. der er mulighed for repræsentation af udenlandske medarbejdere i danske moderselskaber.

Et omstridt punkt var nedsettelsen af minimumskapitalen i anpartsselskaberne. Korrelatet hertil – og til de øvrige lempelser i kapitalreglerne – er, at det både i forarbejderne og flere steder i loven understreges, at ledelsen har en pligt til at følge nøje med i selskabets økonomiske udvikling, og i at de foretagne dispositioner er forsvarlige, jf. eksempelvis lovens §§ 115 og 116, § 109, stk. 2, om uddeling af udbytte og § 206, stk. 2, om selvfinansiering. Loven understreger således flere steder, at ledelsen har handlepligt, men ændrer ikke på de grundlæggende regler om grundlaget for en erstatningsbedømmelse (culpa-reglen), jf. lovens kap. 23, § 376 ff.

2º Det nye årtusinde er præget af nye tendenser og udfordringer. Flere lande har gennemført grundlæggende revisioner af selskabslovgivningen. I Norden gælder dette således Finland<sup>57</sup> og Sverige.<sup>58</sup> Et omfattende revisionsarbejde er også gennemført i England. Englenderne ønskede at gennemføre en »Modern Law for a Competitive Economy«.<sup>59</sup> Tyskland har ikke gennemført en samlet revision af selskabslovgivningen, men derimod løbende revisioner.

57. Om det finske reformarbejde se *Jyrki Jauhainen og Manne Airaksinen i NTS 2000 3/4 p. 226 f. og sammen i NTS 2002:2*. Forslaget til en ny aktiebolagslag i Finland er gennemgået af *Manne Airaksinen i NTS 2004:1 p. 62 f.* Se også *Manne Airaksinen i Jesper Lau Hansen (red.) Selskabsloven, de første 100 år, 2018, p. 49 f.* Den nye finske aktiebolagslag trådte i kraft 1. september 2006. Et nyt reformarbejde er i gang.
58. Det svenske reformarbejde stod på i et ti-år. Det afsluttedes med betænkningen SOU 2001:1, Ny aktiebolagslag. En revideret lov er trådt i kraft 1. januar 2006, se en oversigt over loven af *Rolf Skog i NTS 2005:3 s. 34 f.* Der synes ikke at være utsigt til større svenske reformer for nærværende.
59. DTI, Company Law Reform: Modern Law for a Competitive Economy (1998). Der foreligger en række consultative documenter samt en to-binds Final Report. De engelske reformbestrebelser resulterede i en meget omfangsrig og detaljeret lov, Companies Act, 2006.

## Kapitel 1. Indledning

På EU-plan fik bestyrelserne for at udvikle selskabsretten formet liv med Kommissionens noterelse af den ovenfor omtalte *High Level Group of Company Law Experts*. Gruppens rapporter blev indledningen til en mere omfattende modernisering af selskabslovgivningen i EU, senest udtrykt i Kommissionens Action Plan 2012, jf. foran.

Overordnede temer for det fremtidige selskabsretlige revisionsarbejde i europæiske henseende er:

1. (Nye) målretninger for den selskabsretlige regulering.  
(Regler om aktionær- og kapitalbeskyttelse, corporate governance, virksomhed og konkurrencedygtighed, samfundsansvar)
2. Reglernes internationale rækkevidde.  
(Samarbejde over landegrænser, flytning af hovedsæde, reglernes anvendelse på udenlandsk selskaber)
3. Lovregulering eller markedsregulering.  
(Lovregulering, soft law, markedsregulering)
4. Lovteknik.  
(Præceptiv regulering, standarder, serviceregler)
5. Koordinering af regelsystemer og overvågning.  
(Selskabsretlige, borgerlige, regelskabretlige regler m.m.)
6. Udfordringer fra den ny teknologi.  
(Anvendelse af IT til reguleringer, til anmeldelse af selskabers kommunikation med kapital ejerne, afholdelse af generalforsamlinger m.m.)

Moderniseringen af de danske selskabslove blev indledt med ændringerne i aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven ved lov nr. 303 af 30. april 2003. Det fremgår af bemærkningerne til loven, at ændringerne skulle ses som »første etape i en regelforbedring og modernisering af selskabslovene. Det angivne motto for moderniseringen var »frihed under ansvar. Reguleringen skulle baseres på accept, dialog og godmøgt ønske i forhold til de interessergrupper, der berettes af reguleringen.<sup>60</sup> Hovedpunkterne i ændringsloven omfattede anvendelse af IT i forbindelse med generalforsamlinger og i forbindelse med selskabets kommunikation mod aktionærerne. Anvendelse af IT er samtidig et vigtigt led i selskabernes corporate governance-strategi. Andre elementer heri angår brug af folkomræder på generalforsamlingen og øget åbenhed vedrørende aktionærkredsen.

60. If. herved om ændringsloven Paul Kriger, Andersen, Mette Næstved og Karsten Engsig Sørensen, MTS 2003:2 p. 155. If. også Jørgen Rasmussen i The Regulation of Companies, 2007, p. 125 f., »A New Approach to Regulation».

Næstc. fase i den danske modernisering var lovene fra 2006 om lempelser af revisionspligten for mindre virksomheder, forenklinger i kapitalreglerne, fortsat IT-udvikling m.v.

Den seneste fase er vedtagelsen af selskabsloven i 2009 med opfølgende evaluering af loven i 2013. Evalueringen bygger på brugernes og Erhvervsstyrelsens erfaringer med selskabsloven. Dette har medført vedtagelse af en betydelig mængde præciseringer og detailændringer af loven. Af markante ændringer derudover må især nævnes indførelsen af iværksætterselskabet (IVS), se herom nedenfor i kap. 5.4, samt reglerne om *flytning og hjemsted*, se herom nedenfor i kap. 4.3.2. De sidstnævnte regler fluger fint med Kommissionens Actionsplan 2012. Bortset herfra forholder evalueringen sig ikke generelt til denne plan. Efter 2013 er der på selskabsområdet gennemført enkelte ændringer. Eksempelvis er der i 2015 gennemført et forbud mod fremtidig udstedelse af ihaandehaveraktier, ligesom det absolute forbud imod «kapitalejjerlån» er ophævet, jf. herom nedenfor i kap. 5 og kapitel 8.5. Derimod er der i den tilgående lovgivning – kapitalmarkedsloven (tidligere værdipapirhandelsloven), årsregnskabsloven, revisorloven og den finansielle lovgivning – gennemført større lovrevisioner.

Større ændringer skete som følge af implementeringen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv i 2019. Bredt sagt har disse ændringer formet diskussionerne om aktionærernes tolle i børsnoterede selskaber, en diskussion, som har sin oprindelse helt tilbage til Berle & Means banebrydende værk *The Modern Corporation and Private Property* fra 1932.

Ser man tilbage på revisionsarbejdet med selskabslovene siden 1973-reformen, kan revisionerne sammenfattes i tre hovedtendenser:

For det første en *tilpasning til EU-harmoniseringen*. For det andet en fortsat bestrebelse på *bekæmpelse af misbrug*, og for det tredje – og seneste – tilpasning til en international strømning under overskrifterne *international reguleringsskonkurrence*, øgede hensyn til *samfundsmaessig vækst/ekonomisk effektivitet og fleksibilitet i regulering/deregulering*.

Ser man fremad, børres udviklingen i høj grad af krav om samfundsansvar og bæredygtighed. Krav om bæredygtighed påvirker på en række områder den selskabsretlige regulering. Med afsæt i Kommissionens handlingsplan for finansiering af bæredygtig vækst, COM (2018) 97 Final, er der eksempelvis vedtaget to forordninger, som påvirker børsnoterede selskaber – henholdsvis

den sikkede taksoonomiforordning nr. 2020/852 og disclosureforordningen nr. 2019/2088.<sup>61</sup>

På det konservative plan må det nævntig bemerkes, at andre reguleringstema, tøder end lovregulering vinder frem. På europeisk plan er bestyrelserne på at gennemføre en direktivbaseret harmonisering af selskabssættet opgivet. Det sattes nu på en række af reguleringstidslinjer. På privat initiativ er der genoptaget et arbejde med at udarbejde en *>European Model Company Act*. (EMCA).<sup>62</sup> Modelloven blev offentliggjort i 2017. Oprindeligt på basis af et privat initiativ har Kommissionen engageret sig i skabelsen af et SPE, et europeisk anpartsselskab – senere erstattet af arbejdet med et enmandsselskab (SUP), jf. foran i kap. 1.3.4.

#### 1.4. Aktieselskaberne og anpartsselskaberne er de dominerende selskabsformer

Aktieselskabsformen har spillet en væsentlig rolle for udviklingen af det moderne industrialsund. Via aktieselskabsformen kan ledig kapital samles og sættes i arbejde. De officielle fondsbørsen udgør formidlingssteder, hvor ledig kapital kan investeres, og hvor selskaberne kan søge finansiering af udvidelser og vækst. Det er imidlertid kun en eller en mindre del af selskaberne, der kan betegnes som egentlige publikumsselskaber, der søger deres kapital via børsen. Bestyrelser gøres for at øge denne del, jf. nedenfor i kap. 3.2. An-taknemligt udgør selskaber med et begrenset antal aktionærer langt den overvejende del. Tilsvarende gælder selvsagt for anpartsselskabernes vedkommende. Disse selskaber, der efter deres struktur nærmest er interesseredskabslignende, har fået en betydelig udredelse. Nedenfor bringes nogle tal, som illustrerer aktieselskabernes og anpartsselskabernes erhvervsmæs-sige betydning.

61. Begge forordninger er omstilt af Horne Søndergaard Birkense i NTS 2021:1 p. 32 f. under den rigende overskrift »EU's gyldne taksonomi og offentliggørelse af bærdygtighedsrelaterede oplysninger«.
62. Se herom Theodor Beato og Paul Kriger Andersen i NTS 2008:1 p. 52 f. og samme i NTS 2016:4. Modelloven er offentliggjort på SSRN.

#### 1.4. Aktieselskaberne og anpartsselskaberne

*Tabel 1. Antal borsnoterede selskaber på Københavns Fondsbors*

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Aktieselskaber	180	169	161	160	159	151	150	148	146	146
i alt	1	1	2	4	2	4	4	3	2	3
Nye selskaber										
Stiftede selskaber	9	12	10	5	3	12	5	5	4	3

Kilde: Nasdaq Copenhagen Corporate Actions.

*Tabel 2. Kapital i nye selskaber i mio. kr.*

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Provæn	439	122	2.813	12.551	1.438	33.520	714	3.565	1.887	1.145

Kilde: Nasdaq Copenhagen Corporate Actions.

*Tabel 3. Kapital ved emissioner i mio. kr.*

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nedskrevet kapital i mio. kr.	2.212	27	-1.260	16.049	-191	-1.250	341	-392	-1.285	6.898
Provæn	25.025	14.361	2.600	13.747	13.146	2.633	8.107	3.285	40.593	13.911

Kilde: Nasdaq Copenhagen Corporate Actions.

Den store stigning i provænet fra 2015 til 2016 i tabel 2 afspejler borsnoteringen af en række store selskaber i 2016, herunder Dong Energy og NETS. De negative værdier i tabel 3 fremkommer i år, hvor ned sættelse af aktiekapital – typisk i forbindelse med annullering af egne aktier – overstiger egentlige emissioner. I provæn er alene medregnet nyttegninger.

## Kapitel 1. Indledning

Fig. 1. Antal myndighedsaktører og ejerretsselskaber 2007-2019.

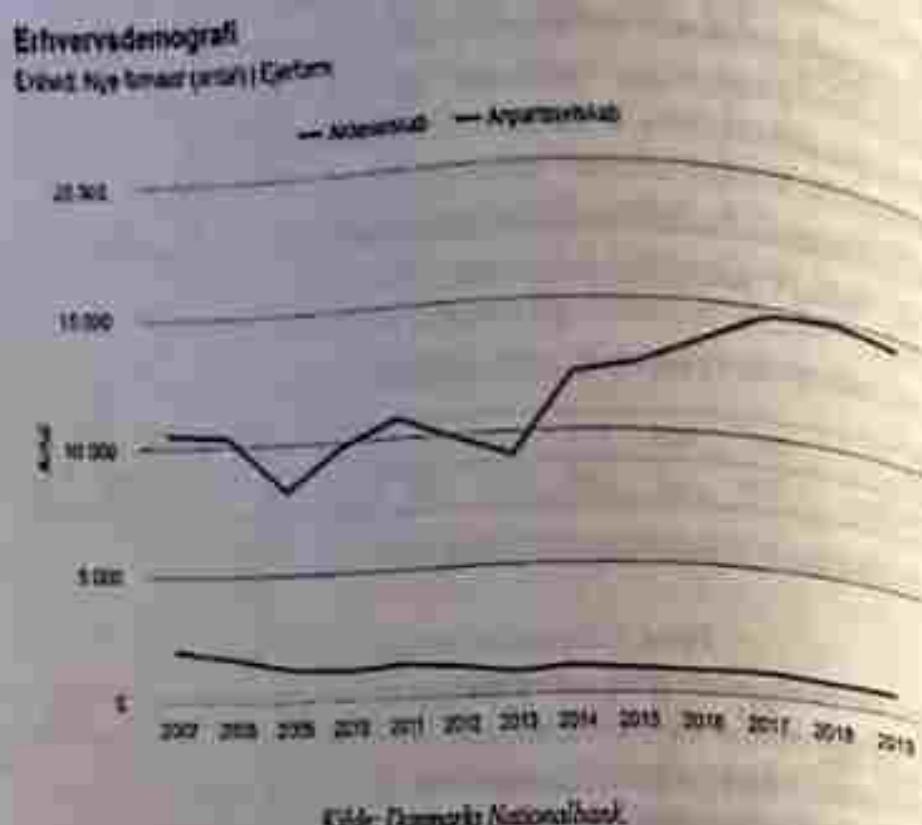
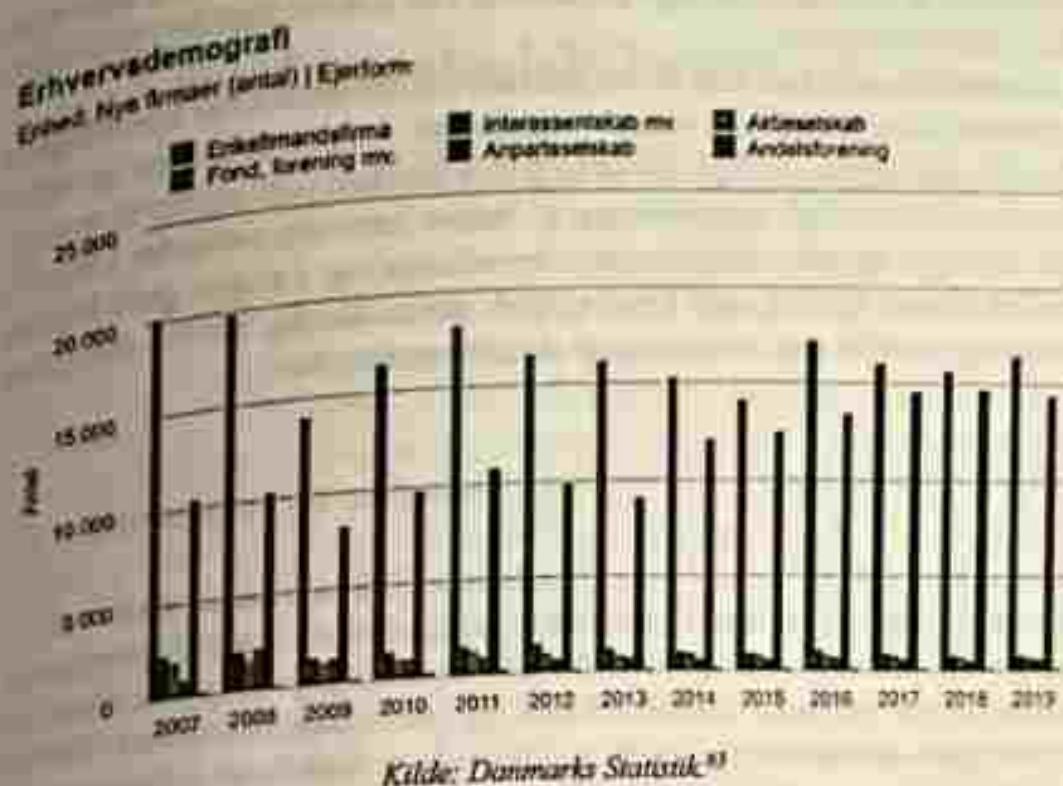


Fig. 2. Antal nye firmaer 2007-2019.



## 1.5. Fremstillingens systematik

Denne bog omhandler både reglerne om aktieselskaber og anpartsselskaber. Reglerne om de to selskabstyper behandles samlet, uanset at der på vigtige punkter er forskelle, jf. også nedenfor i kap. 3.1. Hidtil har reglerne dog været så overensstemmende, at det har været muligt at fremstille de to regelsett under et, med udgangspunkt i aktieselskabslovens regler, og alene med særlig fremhævelse af de punkter, hvor anpartsselskabsloven indeholder modifikationer eller systematiske forskelle i forhold til aktieselskabsloven. Selskabslovens systematik gør dette endnu mere berettiget. Selskabsloven understreger, at begge selskabstyper er *kapitalselskaber* og som sådanne undergivet en række præceptive bestemmelser, som beskytter kreditorer og selskabsdeltagerne. Disse beskyttelsespræceptive bestemmelser er i grundtræk-

63. Bemerk, at iværksætterselskaber ikke indgår i statistikken i figur 2. I henhold til Erlvervstyrelsens analyse af iværksætterselskaber af 17. september 2017 var der på daværende tidspunkt registreret 41.000 IVS'er i Danmark. Se nærmere om iværksætterselskaber i kapitel 5.4. nedenfor.

## Kapitel 1. Indledning

kene – og også i mange detaljer – ens. Udviklingstendensen gør det ikke mere nødvendigt at have selvständige underafsnit i de enkelte kapitler om forholdene i anpartsselskabet.

Fremstillingen følger som hidtil ikke slavisk selskabslovens kronologiske systematik – fra selskabssættelse til selskabssdød. I stedet følges en systematik, som også legger vægt på at vise reglernes funktion som midler til at varetage de selskabsretlige målsemninger, jf. herom nærmere nedenfor i kap. 2. Selv om også derved selskabslovens kapitelinddeling i nogen grad brydes, kan der herved, specielt også i pedagogisk sammenhæng, vindes større forståelse og overblik over lovens mange detailbestemmelser.

# Kapitalselskabsrettens mål og midler

## 2.1. De beskyttede interesser

### 2.1.1. Den klassiske aktieselskabsret

Aktieselskabsrettens udvikling har indtil den nyeste tid været domineret af den målsætning at tilvejebringe beskyttelse af selskabets nuværende og potentielle ejeres (*aktionærernes*) og dets *kreditorers* interesser. Fra selskaberne oprindelse og til dato er der med regelmæssige mellemrum forekommet erhvervsskandaler, som har demonstreret eksempler på overgreb mod aktionærinteresser og misbrug af kreditortillid. Fra simple og grove svindlerier i selskaberne barndom er der også på misbrugenes område sket en raffinering og forfinelse. Kravene til regelsystemets effektivitet med henblik på at imødegå misbrug har udviklet sig parallelt hermed.

Hvis deltagerne i et interessentskab skulle finde på at dele selskabets bruttoformue uden samtidig at indfri selskabets gæld, ville der ikke være noget selskabsretligt til hinder herfor. Selskabets kreditorer kan henholde sig til den personlige og solidariske hæftelse, som er forbundet med interessentskabsformen. Anderledes i aktieselskaberne og anpartsselskaberne. *Kreditorernes interesser* hænger næje sammen med den begrænsede hæftelse, som karakteriserer disse selskabsformer. Kreditgivere påtager sig en økonomisk risiko ved alene at kunne holde sig til selskabsformuen. De må bære den risiko, som er forbundet med muligheden for, at selskabet ikke er forretningsmæssigt levedygtigt, bukker under for konjunkturers ugunst osv. Til gengæld må lovgivningen give dem muligheden for at forudberegne og at følge med i kreditrisikoen. Endvidere har det været et traditionelt mål at sikre, at der findes en vis selskabskapital, og at denne selskabskapital, som udgør kredittens grundlag, ikke vilkårligt føres ud af selskabet uden forudgående sikring af kreditorernes interesser. En betydelig del af de selskabsretlige regler får dermed karakter af kapitalbeskyttelsesregler. Dette beskyttelsessystem – *the Legal Ca-*

pital Concept/Capital Maintenance Regime – har været og er fortsat herskende i Kontinentaleuropa og er via EU's kapitaldirektiv udbredt til alle EU-lande for aktieselskabernes vedkommende. Det er derimod opgivet i amerikansk selskabsret. Det følger dog ikke heraf, at kreditorene er uden beskyttelse i amerikanske selskaber. Beskyttelsen skal blot ikke søges i et restriktivt set af kapitalregler i selskabslovgivningen med krav om minimumskapital, regler om egne aktier, kapitalnedsættelse, uddeling af udbytte osv.

Behovet for at beskytte kreditorene er stadig et primært mål i europeisk selskabsret, men der sættes i stigende grad spørgsmålstegn ved, om den kapitalbeskyttelsesmodel, der har været anvendt hidtil, er den optimale.<sup>1</sup>

Det er en forudsætning i kapitalbeskyttelsessystemet, at ejergruppen må acceptere som en realitet, at selskabet og dets kapital udgør en selvstændig retlig enhed, en juridisk person, hvis formuestifter holdes adskilt fra ejernes. I selskabsloven giver dette grundsynspunkt sig udslag i en række enkeltregler, som – med et tysk udtryk – medfører en *selskabsretlig formuebindung* (Vermögensbindung). Ikke mindst i såkaldte hovedaktionærerselskaber og i emandselskaberne, jf. nedenfor i kap. 3.3, kan det erfaringssmæssigt være svært at opretholde denne adskillelse. Adskillelsen udgør imidlertid den selskabsretlige betaling for anerkendelsen af selskabernes retlige integritet.

Målsætningen for de selskabsretlige regler, der beskytter *aktionær- og anpartshaverinteresser*, er at sikre mod, at investorer – i forbindelse med selskabets stiftelse eller senere – lokkes ind i selskabet på et fejlagtigt grundlag. Videre at beskytte den økonomiske interesse, som andelsretten til selskabsformuen repræsenterer, og sammenhørende hermed at sikre ejerne *indsigt* i selskabets forhold samt mulighed for at uve *indflydelse* på dets beslutninger.

For lovgivningen helt op til 1973-reformen gjaldt, at de selskabsretlige mål var begrænset til varetagelse af de skitserede kreditor- og aktionærinteresser. Aktieselskabslovens regler kunne sorteres i to kasser. Selskaberne var

1. Se således anbefalingerne fra High level-gruppen om et nyt kapitalregime omtalt foran i kap. 1.3.4. Sml. vedrørende dansk og nordisk ret allerede indlæggene i Selskabers Kapital, 1999, af Bernhard Gomori, Paul Krüger Andersen og Jan Andersson og videre Paul Krüger Andersen & Karsten Engsgård Sørensen i NTS 2005:3 p. 61 f., Forslaget til et nyt kapitaldirektiv – på vej mod et nyt kapitalregime? samt Jan Andersson NTS 2005:3 p. 75 f., Det nya aktiebolagsrättsliga borgenärs skyddet – rättspolitiska funderingar. Se også bidragene om The Legal Capital Regime i Paul Krüger Andersen og Karsten Engsgård Sørensen (eds) Company Law and Finance, 2008, p. 87 f. (Paulo Santella & Riccardo Turrini), p. 119 f. (Jukka Mihonen) og p. 151 f. (Jan Andersson). Se også engelsk ret f.eks. Jennifer Payne, Legal Capital in the UK Following the Companies Act 2006, i J. Armour, J. Payne (eds), Rationality in Company Law, 2008. Kan downloades fra SSRN.

aktionærernes ejendom og undergivet deres rådighed med respekt af kreditører-interesserne.

Den samfundsmaessige udvikling har på flere punkter fjernet sig fra udelukkende at se selskabet som aktionærernes ejendom med alle de deraf følgende konsekvenser. Selskabet tilhører naturligvis aktionærerne, men der er også andre (stakeholders), hvis interesser bør tages i betragtning. Baggrunden herfor er på den ene side, at aktionærernes tilknytning til selskabet, deres indsigt i selskabets forhold og deres mulighed for reelt at drive selskabet i de store selskaber undertiden er ringe. Aktionærerne er i disse selskaber i vidt omfang blevet *passive investors*. På den anden side er der i den generelle samfunds-politiske opfattelse vedrørende erhvervslivets forhold bred forståelse for, at de personer, der som *medarbejdere* virker for selskabet og har deres eksistensgrundlag deri, også bør sikres indsigt i og indflydelse på virksomhedernes forhold.

Den erhvervspolitiske diskussion og kamp var navnlig i 70'erne og 80'erne præget af meningsforskelle med hensyn til, i hvilket omfang medarbejderinteresser burde føre til afgørende ændringer i den kendte selskabs- og virksomhedsstruktur. Medarbejdernesynspunkterne fik i Danmark konkret form i aktieselskaberne og anpartsselskaberne. 1973-lovene tog det første skridt til at inkorporere medarbejderne i det selskabsretlige univers med regler om bestyrelsesrepræsentation i selskaber med mere end 50 medarbejdere. Hermed anerkendtes medarbejdernes interesser i at få indflydelse på og indsigt i selskabets forhold for så vidt angår de beslutninger, der er henlagt til bestyrelsesplanet. I den danske model er de selskabsretlige forudsætninger for denne medarbejderindflydelse, at medarbejderne, når de optræder som medlemmer af selskabets ledelse, også har pligt til at varetage *selskabets interesser* på samme måde som selskabets ledelse. Der er altså ikke tale om varetagelse af *partsinteresser* på den måde, som er udgangspunktet for den *kollektive arbejdsrets* regler om tillidsmandssystemet, samarbejdsudvalg osv. Reglerne om udstedelse af *medarbejderaktier*, der er videreført fra den tidligere aktieselskabslov, jf. nu SL § 162, stk. 4, giver medarbejderne muligheder for at få udbytte og indflydelse på aktionærplan. 1982-revisionen gav øgede muligheder for gennemførelse af generelle *udbyttedelingsordninger*, som kan delagtigge medarbejderne i virksomhedernes indtjening, og denne udvikling er videreført ved at udvide selskabsretlige (og skatteretlige) muligheder for at gennemføre *incitamentsordninger* bl.a. ved reglerne om *tegningsoptioner* (warrants) i SL § 167 (indført i 1993).

I de seneste år er kravene om direkte medarbejderindflydelse i virksomhederne trådt i baggrunden. Fokus er i stedet sat på den udvikling, hvor bl.a. *lønmodtagerkapital* via pensionsfonde, LD, ATP m.v. har fået en meget be-

tydelig indflydelse på (navnlig) de store aktieselskaber. De danske institutionelle investorer ejer tilsammen mere end en tredjodel af kapitalen i de bedst noterede selskaber. Nogle af de institutionelle investorer er undergivet begrænsninger med hensyn til aktiebesiddelse.<sup>2</sup> Uden disse begrænsninger ville de pågældende institutionelle investoders aktiebesiddelser formentlig være endnu større. Over tiden har der været en tendens til at lempe på grænsene, både som imødegåelse af investorenes placeringsbehov og for at opfylde erhvervslivets kapitalbehov. Det er en udvikling, som rejser vigtige politisk/økonomiske spørgsmål om fordelingen af den økonomiske magt i samfundet. Selskabrettilt fungerer denne udvikling imidlertid inden for de traditionelle selskabretlige rammer, foedi de institutionelle investorer blot udnytter deres aktionærer. Spørgsmålet om, hvortedes de institutionelle investorer udnytter deres aktionærrolle, dvs. udeover aktiørt ejerskab, er et af de helt centrale emner i dagens selskabretlige debat. Se nærmere i det følgende.

Blandingsøkonomiske systemer som det danske præges af, at samfundet ønsker indsigt i og i et visst omfang også direkte indflydelse på virksomhedernes forhold. Krav om åbenhed omkring selskaberne forhold dækker både et hensyn til de ovenfor nævnte interessegrupper og modsvarer politiske holdninger, som peger på den betydning, selskaberne har for samfundsekonomien som helhed, og et dermed forbundet behov for samfundsmæssig indsigt i selskaberne forhold, såvel de økonomiske som ejerforholdene. Selskaberne samfundsmæssige rolle diskuteses også i corporate governance-debatten under overskriften *Corporate Social Responsibility, CSR* og ESG, jf. nærmere nedenfor.

En samfundsmæssig kontrol i form af et almindeligt tilsyn eller konkret indflydelse på selskaberne beslutninger er ikke gennemført i almindelige selskaber. Tidligere tilsløb her til i form af offentlig bestyrelsесrepræsentation i selskaber i den finansielle sektor og offentlig ejerskab af selskaber inden for særlige erhvervsektorer er afviklet eller under afvikling. Erhvervsstyrelsen er stadig overvejende en registreringsmyndighed, som fører legalitetskontrol

2. Om de institutionelle investoders aktiebesiddelser i danske selskaber se bl.a. Betjeningsnr. 1290:1995 Børsteforl II, bind 1 p. 63 f. samt Erhvervsministeriet m.fl., Debatoplyg om Aktivt Ejerskab, 1999, kap. 4. Et vigtigt forhold, der bør nævnes, er, at udenlandsk (institutionel) investorer har større og større betydning på det danske aktiemarked. På det selskabretlige område rejser dette en række problemer, navnlig vedrørende selskaberne kommunikation med deres aktionærer og vedrørende beslutningsprocessen. Se herom nærmere nedenfor, og navnlig i kap. 11 om generalforsamlinger.
3. Jf. herved nærmere nedenfor i næste punkt om *corporate governance*-debatten.

med, at selskaberne overholder de pligter, som lovgivningen pålægger dem mht. registrering, indsendelse af regnskaber m.v., jf. dog nærmere nedenfor i afsnit 2.4. Anderledes forholder det sig med pengeinstitutter, forsikringsselskaber og andre selskaber i den finansielle sektor. Disse selskaber er undergivet et almindeligt tilsyn via *Finanstilsynet*. De har tidligere haft offentlig representation i deres bestyrelser, men denne ordning blev afskaffet i år 2002, jf. nærmere nedenfor i kap. 3.6. I de seneste år er der samtidig sket en omfattende *privatisering* af en række offentlige selskaber og virksomheder, jf. nedenfor i kap. 3.5.

### 2.1.2. Indflydelsen fra den økonomiske teori: Et selskabsretligt paradigmeskifte

#### 2.1.2.1. Indledning

Den moderne selskabsrets udvikling præges selvsagt både af den faktiske erhvervsvirkning og af de økonomiske teorier, som udvikles herom. Små selskaber fungerer vel stadig på et nationalt niveau uden et større teoretisk fundament, men indretningen og reguleringen af større (kapitalmarkeds-)selskaber er internationalt orienteret og beror i stigende grad på overvejelser og modeller, som har teoretisk økonomisk/juridisk basis.

En række, især amerikanske, økonomer og jurister har udviklet teorier, der giver forklaringer på, *hvad* selskaber er, og *hvorledes* de fungerer.<sup>4</sup> Disse teo-

4. Sml. herved f.eks. *Holger Fleischers* artikel i ZGR 2001, 1 p. 1 ff., *Grundfragen der ökonomischen Theorie in Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht* og i Norden bl.a. *Bergström & Samuelsson*, *Aktiebolagets grandproblem*, 4. Upl., 2001. I de seneste år diskuteres de økonomiske aspekter i selskabsretten oftest under overskriften corporate governance, jf. nedenfor i punkt 2.1.2.2. Det findes en ganske overvældende corporate governance-litteratur. En række af de mest indflydelsesrige artikler og bidrag er samlet i firebindsværket »Corporate Governance«, Ed. by *Kevin Keasey* m.fl. 1999. Se også *Roberto Romano*, *Foundation of Corporate Law*, 1993. Et værk, som har haft stor indflydelse på den internationale debat, er *Easterbrook & Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991. Fra den nyere litteratur kan f.eks. nævnes *Klaus Hopt & Eddy Wymersch*, *Company Law and Financial Markets*, 2003, og *Jeffrey N. Gordon and Mark Roe* (ed.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, 2004. Som titlen angiver, diskuterer bidragene i denne bog de internationale udviklingsperspektiver inden for corporate governance og deres effekt på de nationale selskabsregimer. Se f.eks. *Henry Hansmann & Reinier Kraakmans* bidrag »The end of history for corporate law«, 2000, p. 33 f., hvor der argumenteres for, at der allerede et gennemført »a high degree of uniformity across these jurisdictions (Europe, America, Japan) in »most of corporate law« bl.a. baseret på en »recent dominance of a shareholder-centered ideology of corporate law ...«, jf. herved ovenfor i teksten. Nogle, allerede klassiske, bidrag til at fastlægge de grundlæggende selskabsretlige principper i

## Kapitel 2. Kapitalsekskabsrettenes mål og midler

der har udebet set indflydelse på, hvorledes enkelte selskaber indrettes, og på hvordobles moderne selskabsregulering skal udformes. I Norden har de svenske lovrévisioner som de første været præget af den økonomiske tænkning. Se således bl.a. de svenska betænkninger SOU 1995:44, Aktiebolagets organisation og SOU 1997:22, Aktiebolagets kapital og SOU 2001:1 Ny aktiebolagslag. Den senere finske revision følger denne linje.

Det er uden tvivl diskussion, at en afgørende faktor ved udformningen af moderne selskabslovgivning/selskabsregulering er økonomiske ræsonnementer, således også klart udtrykt i ovenkriften til EU-Kommissionens selskabstilige handlingsplaner fra 2003 og 2012. Bredt formulert er hovedformålet økonomisk effektivitet. Det er næppe overdrivet, at der er sket et selskabsretligt paradigmændring, hvor fokus er skiftet fra, at selskabsretten skal forhindre misbrug, til at den skal fremme økonomisk effektivitet og samsundsmæssig vækst. I takt med at den økonomiske tænkning slår igennem i lovgivningen, vil (ret)-økonomiske argumenter også sætte retsologmatiske spor.<sup>5</sup>

Den mest kendte økonomisk orienterede forklaringsmodel om, hvorfor personer organiserer deres økonomiske aktivitet i selskabsform, er *Ronald Coase's Theory of the Firm* fra 1937. I korteste form går denne model på, at selskabet betragtes som et alternativ til enkelte markedstransaktioner (enkelte kontrakter om køb, salg, entreprise osv.). Hvis kontrakter erstattes af en virksomhed (selskab) med ansætte osv., kan der opnås en mere effektiv produktionsmodel.

en økonomisk kontekst gives af Reiner Kraakman m.fl. i bogen *The Anatomy of Corporate Law*, third ed., 2017. En indføring i den økonomiske teori vedrørende corporate governance findes f.eks. hos Steen Thomsen, *An Introduction to Corporate Governance*, 2008, i en udvidet engelsk udgave i Steen Thomsen & Martin Conyon, *Corporate Governance, Mechanisms and Systems*, 2012, og sammen, *Corporate Governance and Board Decisions*, 2019. Se også Christine A. Mallinis, *Corporate Governance*, 6th ed., 2019. En generel oversigt over alle aspekter af corporate governance gives i *The Oxford Handbook of Corporate Governance* (red. Mike Wright m.fl.), 2013.

5. Se herved Paul Krüger Andersen & Ruth Nielsen, *Retsøkonomi og retskildelære* U 1998B, p. 476 f. Seertil Jesper Lau Hansen U 1999B, p. 115 f. Sml. herved i det hele Bergström & Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, 4. Uppl., 2012. Se også Mats Åbergsson, *The Delaware of Europe? – financial instruments in the new Finnish Companies Act*, i Paul Krüger Andersen & Karsten Engsig Sørensen (red.), *Company Law and Finance*, 2008, p. 311, og Jukka Mähönen, *Do we need law and economics in company law?*, NTS 2009.1-2 p. 146 f. Se om retsøkonomi og selskabsret også Søren Friis Højen & Jens Valdemar Krenckels, *Dansk Selskabsret* 1, 5. udg., 2017, p. 361 f. og Jan Schare Christensen, *Kapitalselskaber*, 5. udg., 2017, kapitlene 9-11.

on, at længe omkostningerne ved at styre virksomheden er mindre end omkostningerne ved at indgå individuelle kontrakter.

Når selskaberne bliver større, opstår en række problemer. Berle & Means påpegede allerede i 1930'erne de problemer, som følger af adskillelsen af ejere og ledelse i de store børsnoterede selskaber. Dette førte til udviklingen af den såkaldte *principal/agentteori*, jf. nedenfor.

*Principal/agentteorien* sætter navnlig fokus på den økonomiske effektivitet af selskabets organisation.

Andre dele af den økonomiske teori beskæftiger sig med selskabet ud fra *finansielle synsvinkler*. Den finansielle teori beskæftiger sig med investeringer og deres afkast. Aktieselskabsformen er set fra iværksætterside en *metode til fremskaffelse af kapital*. Set fra investorside er investering i aktier en af flere måder at få forrentet ledig kapital. Aktieselskaberne er meddestedet for kapital og arbejde. Anvendelse af aktieselskabsformen er en måde at foretage *riskostyring* og *riskafordeling* på. Det juridiske middel er den begrænsede hæftelse.

Blandt de finansielle teorier har bl.a. *kapitalstrukturteorien* væsentlig betydning for det selskabsretlige system, jf. nedenfor.

De økonomiske teorier drosjes i en række specialdiscipliner. I de seneste år er de teorier, der beskæftiger sig med selskabers forhold, oftest samlet under overskriften *corporate governance*. Under denne overskrift debatteres ud fra meget forskellige synsvinkler, hvorledes selskaber kan indrettes på den bedste måde. Corporate governance-debatten har spillet en væsentlig rolle ved udformningen af nye selskabsregler i flere lande og har i de seneste år også øvet indflydelse i Danmark. Det første markante tegn herpå var Erhvervsministeriet m.fl.s Debatindlæg om Aktivt Ejerskab, 1999, og de efterfølgende Anbefalinger for god Selskabsledelse fra 2001 og senere, jf. straks nedenfor, de senere ændringer i selskabslovene om it-generalforsamlinger m.m. og senest gennemførelsen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv i 2019.

### 2.1.2.2. Corporate governance

Den internationale selskabsretlige udvikling har i de sidste 20-25 år været præget af corporate governance-debatten.<sup>6</sup> Det er en debat, som har mange

6. Det danske debatoplæg om Aktivt Ejerskab, 1999, indeholder en gennemgang af hovedelementerne i denne debat. Den danske debat blev navnlig igangsat af den engelske *Colbury Report* fra 1992 og derefter følgende *Greenbury Report* fra 1995 og *Hampel Report* fra 1998. De nævnte rapporter blev sammenfattet i den første engelske *Combined Code* fra 1998.

## Kapitel 2. Kapitalsekskabsrettens mål og midler

facetter. Overordnet kan man sige, at debatten angår alle forhold, som påvirker den måde, hvorpå selskabet bliver ledet, og at dens mål er at udforme regler, der fremmer en økonomisk effektiv ledelse. Defineret så bredt er det næppe et selskabsretligt problem, der ikke kan tages op i diskussionen. Det specielle ved corporate governance er den synsvinkel, der udgør en ramme for diskussionen, nemlig at den overordnede målstilling er økonomisk effektivitet. I et selskabærtigt perspektiv er dette i sig selv en afgørende nyskabelse i forhold til selskabsrettens klassiske målstillinger om beskyttelse af aktionærer og kreditorer mod diverse former for mistrug. Debatten angår i øvrigt både indholdet af den selskabsretlige regulering og formen herfor. I sidstnævnte henseende er en markant trend, at forskellige former for selvregulering i form af corporate governance codes foretakkes frem for lovgivning.<sup>7</sup>

Det er oplagt forholdene i de store, som oftest børsnoterede selskaber, som præger corporate governance-debatten og dermed også den selskabsretlige regeludvikling. Corporate governance-debatten bør dog ikke begrænses til de børsnoterede selskaber. Man må blot gøre sig klart, at der er forskelle. Mindre selskaber med færre deltagere har eksempelvis ikke de klassiske *principal/agent-problemer*, jf. herom i næste punkt. Corporate governance-problemerne bliver i disse selskaber nogle andre. Et af de fortjenstfulde træk ved det danske Debatindlæg om Aktivt Ejerskab var at understrege den nationale ejer- og kapitalstrukturs betydning for corporate governance-debatten.<sup>8</sup>

7. En større undersøgelse af internationale codes er gengivet i en rapport udarbejdet efter opdrag af EU-Kommissionen, »Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States«, January 2002. OECD's hjemmeside registrerer løbende tilvæksten af codes. Rolf Skog karakteriserer i en artikel i NTS 1999:3 p. 437 1990'erne som »corporate governance-kodernes decennium«. I artiklen gennemgår Rolf Skog OECD's Principles on Corporate Governance fra 1999 i et internationalt perspektiv. OECD's Principles er revideret i 2015 og i 2019. Se OECD's faktabog om god selskabsledelse, 2021 tilgængelig på OECD's hjemmeside [www.oecd.org](http://www.oecd.org). Med det startskud, som blev givet med den engelske Cadbury-report fra 1992, har en lang række lande, herunder også Danmark, udformet corporate governance codes, jf. nærmere nedenfor i punkt 2.3. Væsentlige bidrag til den europæiske udvikling hidrører fra organisationen ECGI (European Corporate Governance Institute). Se instituttets hjemmeside [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org). Se også Kommissionens Action Plan, 2012, »European company law and corporate governance – a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies».
8. I overensstemmelse hermed peger Mente Neville i NTS 2000:1 p. 72 f. på, at den dominerende ejerstruktur i Danmark er koncentreret ejerskab. Det gøres gældende, at dette medfører, at der her sættes fokus på, om minoritetsbeskyttelsesreglerne fungerer tilfredsstillende.

Der findes flere forskellige måder at opfatte et selskab på. I et økonomisk perspektiv kan man se selskabet som en juridisk struktur, hvor en række aktører, ejere, ledelse, långivere, medarbejdere og andre interessenter hver med deres roller virker for at fremme selskabets økonomiske effektivitet. Det selskabsretlige perspektiv bliver da at indrette såvel de interne forhold i det enkelte selskab som de eksterne (lov)regler, der angiver de enkelte aktørers rolle i forhold til selskabet, med dette mål for øje. Denne synsvinkel er *stakeholder-orienteret*. En anden synsvinkel, men med samme målsætning, sætter fokus på at sikre, at selskabets aktionærer kan og vil styre selskabet aktivt. Det er med det engelske udtryk tale om en *shareholder-orientering*. Se nærmere om de to modeller nedenfor i de følgende afsnit.

### 2.1.2.3. Principal/agent-teorien

Et hovedemne i corporate governance-debatten drejer sig om *spillet mellem ejere og ledelse*, i særdeleshed hvorledes ejerinteresserne kan sikres kontrol med ledelsen. Denne diskussion går helt tilbage til Berle og Means' analyser af magtforholdene i store børsnoterede selskaber. Disse analyser fører som nævnt videre i den såkaldte *principal/agent-teori*, som navnlig tilskrives Jensen & Meckling med afsæt i deres berømte artikel fra 1976.<sup>9</sup> Kernepunktet i denne teori er den i og for sig enkle iagttagelse, at aktionærerne må bruge tid og krafte på at udøve kontrol med ledelsen; de må afholde såkaldte *agentomkostninger* (*agency costs*). De selskabsretlige regler bør indrettes således, at aktionærerne har mulighed for at kontrollere ledelsen, og at dette kan ske med *mindst mulige omkostninger*. Føjet dertil bl.a. Oliver Williamson's teorier om *opportunisme* og *asymmetrisk information*<sup>10</sup> er der lagt nogle hovedrammer for vurderingen af forholdet mellem ejere og ledelse.

Nedenfor redegøres for danske perspektiver på denne debat.

9. Michael C. Jensen and William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 305.
10. *Opportunisme* vil sige, at individerne vil søge at fremme egne interesse på bekostning af andre. I et selskabsretligt perspektiv, at en ledelse, der ikke er identisk med aktionærerne, (også) handler ud fra ledelsens egeninteresse. Asymmetrisk information angår det forhold, at principalerne (aktionærerne) ikke har samme information om selskabet som agenterne (ledelsen), jf. bl.a. Oliver E. Williamson, *Transaction Cost Economics Handbook of Industrial Organization*, 1989, p. 135. Denne ubalance reducerer aktionærernes mulighed for at kontrollere ledelsen og styre selskabet. Selskabsretlige regler om (udvidet) information til aktionærerne kan rette op herpå, jf. ovenfor i teksten. En kort indføring i »Agency Theory« findes bl.a. i Steen Thomens bog »An Introduction to Corporate Governance», 2008, p. 25 ff.

2.1.2.4. Om aktionærindflydelsen i danske selskaber

Berle & Means' studier vedvarende amerikanske selskaber beskrev, hvorledes udnyttningen af aktiernes i borsnoterede selskaber førte til, at (små)aktionærerne mistede magen i selskaberne. De almindelige aktionærer havde hverken den nemmeste stemmestemmelige styrke, den formodne indsigt i selskabets virksomhed eller den formodne forretningsthemmestige kynighed til at gøre sig gældende. Resultatet var, at selskabernes udvikling tegnedes af den professionelle ledelseskasse og ikke af ejerne. Den amerikanske udvikling kan sammenfattes i titlen på Roe's bog *Strong Managers, Weak Owners.*<sup>11</sup> En tilsvarende udvikling har kunnet tagtages i en del store danske selskaber, men langt fra alle, jf. senere nedenfor.

I et corporate governance-perspektiv er det i dag den fremherskende opfatning, at det fører til de bedste resultater, hvis aktionærerne har reel indflydelse i selskabet. Et argument er, at det er aktionærerne og ikke selskabets ledelse, der bærer risiko. Dette kan imidlertid føre til, at ledelsen kan føre en kortsigtet politik, som (alene) tjener ledelsens interesse, medens den økonomiske risiko bæres af aktionærerne.<sup>12</sup> I økonomisk terminologi taler man om et *moral hazard*-problem. Et andet er, at der er behov for, at aktionærerne, både direkte via stemmeafgivning og indirekte via køb og salg af selskabets aktier, kan presse ledelsen.<sup>13</sup> Den internationale trend er i dag, at aktionærerne (igen) sættes i højsetet. Det er i mange lande overvejelser om og bestræbelser på at indtænke det selskabsretlige system således, at aktionærerne aktivt kan bidrage til selskabernes positive udvikling. Den korte overskrift på dette er et krav om aktivt ejerskab.

Berle og Means' teorier handler om selskaber, hvor der er en adskillelse mellem ejer- og lederrolle. Disse teorier kan selvsagt ikke uden videre anvendes i de mange ejerledede danske selskaber. Mange store danske selskaber præges endvidere af, at den oprindelige ejerkreds, eller dennes efterkommere, stadig udsør aktiv indflydelse i selskabet.<sup>14</sup> Den selskabsretlige struktur,

11. Mark J. Roe, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, New York, 1994.

12. Se herved Kommissionens handlingsplan for Sustainable Finance, 2018. I handlingsplanens action 10 hedder det »fostering sustainable corporate governance and attenuating short-termism in capital markets». Se også om handlingsplanen nedenfor i afsnit 2.1.2.5.

13. Jf. nedenfor i punkt 2.1.2.6 om teorien om A Market for Corporate Control.

14. Jf. herved Debataopslaget om Aktivt Ejerskab p. 17 f. Ejerstrukturen i Danmark kan betegnes som et kontrolorienteret eller et insidersystem (konzentreret ejerstruktur). Modpolen er et markedsbaseret eller outsider-system, hvor ejerstrukturen er spredt, og hvor kapitalformidlingen overvejende sker via kapitalmarkederne (USA og Stor-

som findes i disse selskaber, bærer på mange måder præg af, at den er tilrettelagt med henblik på, at de oprindelige ejere og deres efterkommere kan bevare magten. Et værkende for den danske ejerstruktur er således også, at en række af de største danske selskaber er fondsejdede. Hvis ejerstrukturen er koncentreret, har de enkelte større aktionærer nærmest pr. definition bedre muligheder for at udfylde aktionærrolle.

En international udvikling, som også har gjort sig gældende i Danmark, har indebåret, at aktiekredsen i en del store selskaber i dag domineres af institutionelle investorer,<sup>15</sup> som har stor økonomisk styrke og, i hvert fald på det generelle økonomiske niveau, tilsvarende faglig kompetence. Der foregår en livlig international debat om, hvilken rolle de institutionelle investorer bør spille. Denne investorgruppe bør efter en udbredt opfattelse ikke nøjes med at spille en passiv rolle med hensyn til selskabernes udvikling. Efter en snæver økonomisk opfattelse bør de institutionelle investorer agere således, at afkastet af deres investeringer optimieres. Hvis investorerne kan forbedre selskabernes *performance* ved at være aktive og i øvrigt stille krav til selskaberne, bør de gøre dette – så længe omkostningerne herved ikke overstiger udbyttet. Mange argumenterer i dag også således, at de institutionelle investorer tillige har en videregående forpligtelse til at varetage samfundsmessige hensyn om etisk adfierd, miljø m.v.<sup>16</sup> Danske investeringsfonde, investeringsforeninger

britanien). Se om den danske fondsbors betydning tabellerne foran i kap. 1.4, jf. også *Paul Kriger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen*, Borgeretten 6. udg., 2019, p. 245 f.

15. Se herved børnbetænkningen, bind 1, p. 58 f., hvor det danske aktiemarked beskrives. Det fremgår bl.a., at de institutionelle investorer, inkl. pengeinstitutter/forsikringselskaber, ejer ca. 1/3 af aktierne på Fondsborsen. Debatoftagget om aktivt ejerskab fra 1999 indeholder ligeledes analyser af danske selskabers ejerstruktur. Se også *Jens Valdemar Krenschel og Steen Thomsen*, Corporate governance i Danmark, 2004, p. 109 f., og om betydningen af Corporate »Ownership«, *Steen Thomsen og Martin Czerny*, Corporate Governance and Board Decisions, 2019, p. 221 f. Det er klart, at overvejelser om ændringer i de gældende love må tage udgangspunkt i, hvorledes ejerstrukturen forventes at blive.
16. Den internationale debat om corporate governance er i høj grad præget af de institutionelle investorens fremmarch. Se om denne debat allerede *Bernhard S. Black*, The Value of Institutional Investors monitoring: The empirical evidence, UCLA Law Review, Vol. 39.385 (1992) og samme, Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investors Voice, UCLA Law Review, Vol. 39.811 (1992). Se i det hele artiklerne i *Keesey m.fl.*, Corporate Governance 1999, Vol II part III. Se videre de forskellige bidrag i *Hopt og Wymeersch*, Capital Markets and Company Law, 2003, p. 355 ff. EU's hemstilling 2009/385/EU understregede, at aktionærerne, særligt institutionelle aktionærer, bør tilskyndes til at deltage i generalforsamlinger

og kapitalforvaltere arbejder således i stigende grad med overholdelse af de såkaldte ESG-kriterier (environment, social, governance). Oftest screnes for overholdelse af FN's Global Compact-principper. De institutionelle investorer i investeringsbeslutninger er med til at legge et pres på selskaberne, for at disse agerer miljømæssigt forsvarligt, bidrager til at fremme den grønne omstilling mv.

Institutionelle investorer ønsker i dag, at der er mulighed for at følge og kontrollere ledelsens forvaltning af selskabet og – om nødvendigt – at kunne gennemføre forandringer på grundlag af en indflydelse, som modsvarer den økonomiske investering. I balancen mellem ledelsesmagt og aktionærsmagt tenderer den beskrevne udvikling dermed et skridt back to basics, altså til den tankegang, at det er aktionærerne, der bestemmer selskabernes udvikling.

De danske aktieselskabsretlige regler var i mange år stort set uberoet af den faktiske udvikling vedrørende aktionærkredsens sammensætning og de reelle ledelsesforhold i selskaberne. Aktieselskabslovens regler var stort set skæret over samme læst uden hensyntagen til de uhyre forskelle, der er mellem et lille enmandsjet murerfirma, der er organiseret i aktieselskabsform, og det største borsnoterede selskab. Over tid har reglerne i det store og hele

og gøre brug af deres stemmer. Vedrørende Danmark bl.a. Debattindægget om Aktivt Ejerskab p. 23, 28, 67 og 144 f. ikke mindst de store amerikanske investorer, som Exx. Califor., har spillet en væsentlig rolle både ved udvikling af corporate governance-regler og ved konkretn pionering af selskaberne. Og da danske institutionelle investorer også skal vedtage corporate governance. Udviklingen er accelereret som følge af EU-kommisionens handlingplan for bæredygtig finansiering, maj 2018. Det er også stor opbakning i dansk erhvervsliv til at følge Global Compact-principper. Eksempelvis blev Dti's direktør kåret til Årets Sustainability Leader 2020. Se også LD og ATP's hjemmesider. Det fremgår således af ATP's hjemmeside, at ATP arbejder med at integrere samfundsmæssige og ESG-informationer i sine investeringer inden for nærmere af besyvresens tre politikker: politikken for samfundsmæssige investeringer, politikken for aktivt ejerskab og skattpolitikken for upoterede investeringer. Se også de danske Anbefalinger for god Selskabsledelse, 2020. N.a. der anbefaler også bæredygtighed, jf. nærmere nedenfor i kapitel 2.3. Kommissionens Action Plan, 2012, understreges behovet for, at aktionærerne, og ikke mindst de institutionelle investorer, har mulighed for at udøve aktivt ejerskab. Vedrørende de aktionærer har der være større gennemsigtighed med hensyn til udøvelse af stemmeret. Action Planen var på dette punkt bl.a. inspireret af den engelske Sustainability Code fra 2012. Efter implementeringen af det ændrede aktieægtelighedsdirektiv i 2019 skal institutionelle investorer og kapitalforvaltere fremsætte udarbejde og offentliggøre en politik for aktivt ejerskab. De institutionelle investorer skal offentliggøre, hvorefter denne politik er blevet gennemført, ligesom de skal referere for deres stemmegivning på selskabernes generalforsamling, se herom nærmere nedenfor i kapitel 11.

været uændret siden aktieselskabsloven fra 1930. Modellen for de enkelte regler i aktieselskabsloven var ikke eksplisit de børsnoterede selskaber, og der har praktisk taget ikke været *særregler* i aktieselskabsloven om disse. De nyere revisioner af aktieselskabsloven betegnede en vis ændring heri: Modellen bag en række af de generelle ændringer, der blev gennemført i aktieselskabsloven ved lov nr. 1060/1992 på basis af betenkningen om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene,<sup>17</sup> var ofte det børsnoterede selskab. Der blev dertil gennemført visse regler, der alene sigter til børsnoterede selskaber. På EU-niveau går tendensen også i retning af en regelspecialisering baseret på en opdeling mellem børsnoterede selskaber, selskaber med offentlig kapital og (små) lukkede selskaber. Denne specialisering afspejles også i den gældende selskabslov og dens systematik, om end fokus stadig synes at være på de store selskaber, jf. foran i kap. 1.3.5.

En forudsætning for, at kapitalejerne kan spille en rolle i selskabet, er, at de har *real indsigt* i selskabets forhold og praktisk mulighed for at øve *indflydelse*. Fokus sættes derved på selskabslovens regler om indkaldelse til og afholdelse af generalforsamlinger. Det er et gennemgående træk ved den nyere lovudvikling, at der udfoldes bestrebelser på at øge kapitalejernes muligheder for at få indsigt i og indflydelse på selskabets forhold. Med en stigende *internationalisering af ejerskabet* bliver det også vigtigt, at udenlandske aktionærer kan følge selskabet og udøve deres stemmeret. I international selskabsret har der været en række uafklarede eller ueste problemer vedrørende udenlandske aktionærers stemmeafgivning (*cross-border voting/proxy advisors*), placering af generalforsamlinger m.v. Den danske aktieselskabslov tog som en af de første højde for en del af disse problemer. Effektive løsninger kræver i vidt omfang anvendelse af it. Danmark var blandt de første europæiske lande, der tog højde for it-udviklingen. På EU-plan sikrede bl.a. direktivet om udevelse af aktionærrettigheder, 2007/36, mulighederne for at anvende it i forbindelse med generalforsamlinger.<sup>18</sup> Direktivet blev som nævnt implementeret ved selskabsloven 2009, jf. herom nærmere nedenfor i kap. 11. Det ændrede aktionærrettighedsdirektiv fra 2019 indeholder regler om forbedret mulighed for at identificere selskabers kapitalejere og om institutionelle investitors politik for aktivt ejerskab. Fremover skal en proxy advisor (rådgivende stedfortræder) offentliggøre en reference til den adfærdskodeks som stedfortræderen anvender. De nye regler om aktivt ejerskab forbedrer ikke alene

17. Betenkning nr. 1060:1992 Forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene, jf. også Børsudvalgets betenkning nr. 1230:1992, Børsnoterede selskaber.
18. Se om direktivet Hanne Sandsgaard Birkmose i NTS 2007:2 p. 60 f. samt nedenfor i kap. 11.5.

muligheden for at udøve aktivt ejerskab, men indeholder også, jf. FIL § 101 a, en pligt for kapitalforvaltere til at udarbejde og offentliggøre en politik for aktivt ejerskab. Anbefalinger for god Selskabsledelse er på samme linje. Anbefalingernes punkt 1.2 anbefaler således, at bestyrelsen ved tilrettelæggelsen af selskabets generalforsamling planlægger afviklingen, så den understøtter aktivt ejerskab. Se nærmere nedenfor i kapitel 11.

I et nordisk perspektiv har Sverige været foregangsland. Udviklingen kan beskrives med en overskrift fra indledningen til den svenske betænkning om aktiebolagets organisation nemlig *En aktiv øgsarfunktion*. Dansk selskabslovgivning kom lidt senere i gang. Den danske udvikling indværsledes med *debatoplægget om aktivt ejerskab* fra 1999. Dette debatoplæg demonstrerede en vilje til at gennemføre ændringer i selskabslovgivningen ud fra den teoretiske og empiriske viden, der er tilgængelig. På det lovgivningsmæssige plan var reglerne om it-generalforsamlinger m.v. fra 2003 de første skridt. Nærbyudvalgets Anbefalinger for god Selskabsledelse – nu Anbefalinger for god Selskabsledelse 2020 – bidrager også, jf. nedenfor i punkt 2.3. Ändringen af aktionærrettighedsdirektivet i 2019 markerer det seneste skridt i udviklingen.

#### 2.1.2.5. Shareholder/stakeholder value – selskabets samfundsansvar

Kravet om økonomisk effektivitet giver ikke noget entydigt svar på spørgsmålet: *Hvad er selskabets målsætning?* At stille – og besvare – dette spørgsmål har i høj grad konsekvenser for konkrete beslutninger i selskabet.

I den økonomisk orienterede teori om selskaber er der to hovedretninger. Den mest markante teori ser *Shareholder Wealth Maximization* som selskabets ultimative mål.<sup>19</sup> I de seneste års debat er det lidt akademisk prægede ud-

19. Det anføres ofte, at anglo-amerikanske aktiemarkeder er præget af »Shareholder Wealth Maximization»-tankegangen i modstilling til andre lande. Denne opfattelse har i hvert fald tidligere været den fremherskende i USA, jf. f.eks. Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, 1993, p. 2, Alfred Rappaport, *Creating shareholder value*, 2<sup>nd</sup> ed. 1998 og Hartmann og Krausen i *Convergence and Persistence in corporate governance*, 2004, p. 33. Nyere empiriske undersøgelser har bekræftet, at der er væsentlige forskelle mellem de mål, som virksomhedsledere i forskellige lande prioriterer. I de senere år har der både i Amerika og i Europa været en heftig debat om selskabers formål – *corporate purpose*. Ofte citeret er således en erklæring fra 181 administrerende direktører i store amerikanske selskaber organiseret i Business Roundtable (BRT). I erklæringen fra 2019 forpligtiger de sig til at »lede deres virksomheder til gavn for alle interessenter» og »levere værdier ikke kun til aktionærerne, men også til medarbejdere, kunder, leverandører og samfund». Denne erklæring er bl.a. fulgt op af World Economic Forum, som i december 2019 opfordrede selskaber til at gå fra en »shareholder capitalism» til en »stakeholder capitalism». Se hertil bl.a. den kritiske analyse i Lucian A. Bebchuk og Roberto Tallarita, *The Illus-*

tryk shareholder wealth maximization ofte erstattet/forenklet til et krav om shareholder value.

For de børsnoterede virksomheder gælder, at et krav om, at aktionærernes afkast øges, kan knyttes direkte til udbytte og børskurs på selskabets aktier (selskabets markedsværdi). Teoriens fokusering på de økonomiske tal for udbytte og markedsværdi bevirker, at såvel aktionærerne på selskabets generalforsamlinger som aktieanalytikere og dermed potentielle investorer/långivere stiller krav til ledelsen om en stadig forbedring af de aktuelle tal. Den positive side af teorien indeholder en antagelse om, at aktionærernes og markedets krav om shareholder value tilskynder ledelsen til at arbejde for en stadig forbedring af virksomhedens effektivitet og dermed øge det reelle afkast til aktionærerne. Selskabets ledelse må analysere selskabets totale adfærd og sætte ind på alle punkter, der kan forbedre shareholder value.

Den sterke fokusering på børsværdier retter opmærksomheden mod alle forhold, som influerer på børskurserne, herunder også forhold, som ikke vedrører selskabets egentlige drift. Blandt de midler, der tages i brug, er en mere offensiv information fra selskabets side. Baggrunden er den i og for sig enkle betragtning, at markedet ikke kan værdisætte værdier i virksomheden, som er uikendte for markedet. I det børsretlige perspektiv må selskabet være opmærksom på relationen til de børsretlige regler om oplysningsforpligtelser/insiderhandel og kursmanipulation. En anden metode, som har fundet stigende anvendelse, er *aktiesplit*, dvs. nedsettelse af aktiestørrelsen. Nedenfor omtales endvidere teorierne om *selskabets kapitalstruktur*.

Mere og mere udbredt er det også blevet at udforme *incitamentsprogrammer* for ledelsen. Tankegangen bag incitamentsprogrammer er at sikre, at ledelsen arbejder i aktionærernes interesse. Finanskrisen – klarest demonstreret ved Roskilde Banks kollaps, men også bekræftet af de seneste års anvendelse af incitamentsprogrammer i de børsnoterede selskaber – har vist, at incitamentsordningerne ikke i alle tilfælde har virket efter hensigten eller direkte er blevet misbrugt. Dette har medført kritik af disse ordninger og efterfølgende lovindgreb, både i forhold til finansielle virksomheder og i forhold til almindelige selskaber, jf. således reglen om generalforsamlingens vedtagelse af retningslinjer for incitamentsaflempning i selskabslovens § 139 og senest de detaljerede krav om udarbejdelse af en vederlagspolitik og en vederlagsrapport, jf. SL § 139 a og § 139 b, jf. nedenfor i kap. 7.3.3.

<sup>14</sup> Promise of Stakeholder Governance, Cornell Law Review, december 2020, også tilgængelig på SSRN. Se for en bredere analyse også Guido Ferrarini, Corporate Purpose and Sustainability, European Corporate Institute – Law Working Paper nr. 559/2020, også tilgængelig på SSRN.

## Kapitel 2. Kapitalrettskabsrettens mål og midler

En lovbasert sikring mod opportunistisk adfærd fra ledelsens side er også indført med reglerne om de såkaldte *say on-bonuser* til ledelsen i forbindelse med takeovers i selskaber, der handles på en bors, jf. selskabslovens § 184 og takeoverbekendtgørelsens § 19. Se om disse regler nærmere nedenfor i kap. 16.8.4.

Den anden hovedretning vedrørende selskabets målsætning benævnes *Stakeholder Wealth Maximization*, ofte kaldet *stakeholder value-teorien*. I sin bredeste forstand giver denne teori udtryk for, at selskabets målsætning ikke er – eller bør være – snævert knyttet til talfikserede opgører af shareholder value. Selskabet har flere interessegrupper end aktionærerne: Medarbejdere og samhandelspartnere har interesser i selskabet, og samfundsverdier af forskellig art må medtages.

Hvis man spørger, hvorledes aktuel dansk selskabsret forholder sig til problemstillingen, tegner der sig ikke noget ganske klart billede. På den ene side kan man sige, at selskabsloven signalerer shareholder value, når SL § 118 i sin beskrivelse af direktionens opgaver udelukkende taler om *selskabets formueforvaltning*, og at reglerne om ledelsens opgaver i §§ 115-118 i øvrigt fokuserer på selskabets finansielle forhold. På den anden side legitimerer bl.a. inddragelsen af medarbejderne i ledelsessystemet, at et selskab lovligt kan anvende ressourcer til medarbejderformål, blot det i et meget vidt perspektiv kan siges at være i selskabets interesse. Det er således næppe tvivl om, at det vil være i samklang med selskabsloven og den overvejende opfattelse i den selskabsretlige teori,<sup>20</sup> hvis et dansk borsnoteret selskab bekender sig til en

20. Dette følger bl.a. af, at selskabsloven i nylige fremstillinger beskrives således, at lovgivningens mål er at tilgodeose flere interessegrupper. En slering eller udlyning af de konkrete konsekvenser af forskellene mellem de to teorier sker, hvis der arbejdes med en mere langsigtet horisont. En sådan tilgang ses ofte i teorien, se f.eks. Jan Schaus Christensen, *Kapitalrettsakber.*, 5. udg., 2017, p. 258 f. Se også Jan Schaus Christensen & Lars Bunchs analyse i U 2011B, p. 1 f. af selskabslovens begreb »selskabets interesser». Forfatternes standpunkt er, at selskabets egeninteresse som udgangspunkt skal forstås som en reference til kapital ejernes kollektive interesse i selskabet. Se videre Paul Krüger Andersen og Ewlynne J. B. Sørenssens bidrag, »The Principle of Shareholder Primacy in Company Law from a Nordic and European Regulatory Perspective», i Hanne S. Birkemose, Mette Neville, Kærsten E. Sørensen (red.), »The European Financial Market in Transition» 2012. Se for en bredere normativ opfattelse bl.a. Beate Sjøfjells afhandling »Towards a Sustainable European Company Law», 2009, samt en række senere værker af samme forfatter. I det såkaldte SMART Projekt, ledet af Beate Sjøfell, advokeres for en bredere reform af erhvervslivet i retning af bæredygtighed. SMART-projektet har ydet indflydelse på EU-Kommissionens »Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance» offentliggjort juli 2020. Se her til kritisk indlægget fra et antal nordiske selskabsrettsprofessorer,

stakeholder-opfattelse. Det aktuelle problem for danske borsnoterede selskaber er imidlertid, at borsmarkedets kontante krav om afkast og kursstigning kombineret med de fri kapitalbevægelser over grænserne gør den danske tradition mindre betydningsfuld. Hvis danske selskaber skal tiltrække udenlandsk kapital, er det også udenlandske normer, der er afgørende. Og mange udenlandske investorer har en udpræget shareholder value-orientering.

Moderniseringsbetænkningen (1498/2008) indeholder ikke overvejelser om selskabets mål og må således antages i det hele at henholde sig til hidtidig opfattelse, som hælder i retning af en stakeholder-opfattelse. Med de vagt og tvetydige signaler, der kan udledes af selskabsloven, er der på den anden side ikke sat selskabsretlige grænser for selskaber, der ønsker at følge en mere markant shareholder value-kurs. En begrænsning af en eventuel udvikling, hvor der ensidigt forfolges en shareholder value-tankegang, kan formentlig blive, at hensyn til medarbejdere, samfund m.v. m.m. varetages ved, at der i speciellovgivning om arbejdsforhold, miljø osv. defineres pligter, som danske selskaber skal overholde. I samme retning trækker de stigende krav om at udvise samfundsansvar, jf. straks nedenfor.

Det er op til selskabets ejere (generalforsamlingen) at fastlægge selskabets målsætning. Generalforsamlingen kan vælge, om selskabet skal følge en skarp shareholder value-strategi eller en bladere – eller blod – stakeholder value-strategi, smt. i sidstnævnte henseende også reglen om almennyttige gaver i SL § 195. Selskabets ledelse skal principielt respektere, ikke foretage, dette valg. If. således også princippet i takeoverdirektivet om aktionærernes stilling i forbindelse med overtakelsestilbud.<sup>21</sup>

En bekræftelse på en bevægelse i retning af, at det ikke alene er lovligt, men også officielt ønskeligt, at selskaberne har en bredere målsætning end shareholder value i sin øvrige forstand, kan hentes i udviklingen omkring

Nordic European Company Law Working Paper No. 20-12, offentliggjort på SSRN og Mark J. Roe m.fl., *The European Commission Sustainable Corporate Governance Report: A Criti. Debatsplægget om Aktivt Ejenskab 1999* anfører p. 15: »En målsætning om at skabe høj indtjening i virksomhederne er ikke ensbetydende med, at de interesser, andre interessenter i virksomhederne, som f.eks. medarbejdere, kreditorer, kunder, det offentlige m.v. kan have i virksomheden, ikke skal varetages. En god behandling af medarbejderne er således i sig selv en væsentlig forudsætning for en effektiv drift af virksomhederne ...«. Sm. også formuleringen i Anbefalinger for god Selskabsledelse 2020 punkt 1 om »Selskabets kommunikation og samspil med selskabets investorer og andre interesser«. Anbefalingerne er omtalt i teksten punkt 2.3.

21. Se herved Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, *Borsretten* 6. udg., 2019, p. 539 f., og nedenfor i kap. 16.8.

## Kapitel 2. Kapitalsetskabsrettenes mål og midler

**CSR – Corporate Social Responsibility.** Der er tale om en international bevegelse, som her i Danmark bl.a. har givet sig udslag i regeringens handlingsplaner fra 2008 og senere samt senest i nedsættelsen af *Rådet for Samfundsansvar* i oktober 2018. Rådet er regeringens platform for dialog og aktiviteter om virksomheders strategiske arbejde med samfundsansvar og FN's 17 verdensmål. Rådets 17 medlemmer repræsenterer store virksomheder og organisationer.<sup>22</sup>

Et berendt synspunkt bag initiativerne er, at integration af CSR i virksomhedernes forretningsstrategier *can generate benefits for the individual business, for other Danish businesses and for society as such*.<sup>23</sup> Som udgangspunkt er der tale om at tilskynde til, at virksomhederne frivilligt arbejder med CSR, men initiativerne omfatter dog også tvingende regulering. Ved ændringen af Årsregnskabsloven i december 2008 blev der som ny § 99 a indsat en bestemmelse om, at de ca. 1100 største virksomheder skal supplere ledelsesberetningen med en redegørelse for samfundsansvar, hvorved forstås, at virksomheden frivilligt integrerer bensyn til bl.a. menneskerettigheder, sociale forhold, miljø- og klimauddelte forhold samt bekæmpelse af korruption i deres forretningsstrategi og forretningsaktiviteter. Der er tale om en *comply or explain*-regel på lovplan. Kravene blev opstrammet ved senere ændringer af Årsregnskabsloven, jf. nedenfor i kap. 13.

Som led i tankegangen om, at den finansielle sektor spiller en særlig rolle i den bæredygtige omstilling, stilles der supplerende krav om samfundsansvar til finansielle virksomheder, jf. bl.a. reglerne i bekendtgørelse om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl. og senest i den såkaldte disclosureforordning nr. 2019/2088, hvori der stilles omfattende oplysningskrav til de finansielle virksomheders integration af bæredygtighed i deres forretningsprocesser.<sup>24</sup>

22. Se nærmere nedenfor i kap. 13 om kravene til store virksomheder om at redegøre for samfundsansvar.
23. Regeringens Action Plan for Corporate Social Responsibility, 2012, p. 7. Samme synspunkt ligger utvivsont bag Anbefalinger for god Selskabsledelse, 2020, punkt 1 om samspil med selskabets aktionærer, investorer og øvrige interesser. Punkt 1.4 om »Relation til det omkringliggende samfund« anbefaler, at bestyrelsen godkender en politik for selskabets samfundsansvar. Kommentaren til dette punkt anfører, at bestyrelsen kan tage stilling til selskabets eventuelle tilslutning til anerkendt nationale og internationale frivillige initiativer. En række danske selskaber har således tilsluttet sig principperne i FN's Global Compact (berunder principles of responsible investments – PRI).
24. Forordningen trådte i kraft den 10. marts 2021 og er bl.a. omtalt af Hanne Sandsgaard Birkmose i NTS:1 2021, p. 37 f. Se også foran i kap. 1.3.

De seneste anbefalinger for god selskabsledelse fremhæver selskabernes samfundsansvar og indeholder som noget nyt anbefalinger om bæredygtighed. Anbefalingerne har en klar stakeholder-orientering. Anbefalingernes punkt i anfører således – på en typisk dansk måde – at selskabets aktionærer, investorer og øvrige interessenter inklusive det omkringliggende samfund, har en fælles interesse i at fremme selskabets udvikling og sikre, at selskabet er konkurrencedygtigt og værdiskabende på niveau kort som lang sigt. Se i det hele nærmere om Anbefalingerne nedenfor i afsnit 2.3.

Regeringen oprettede i 2012 en såkaldt *Mæglings- og Klageinstitution* for ansvarlig virksomhedsadfærd. Institutionen behandler sager om, hvorvidt danske virksomheder mv. handler i overensstemmelse med OECD's Guidelines for Multinational Enterprises. Mæglings- og Klageinstituttet er det danske nationale kontaktpunkt (NCP) for OECD's retningslinjer.<sup>25</sup> Enhver kan klage, hvis de mener, at virksomheden ikke lever op til sit samfundsansvar. Mæglings- og Klageinstitutionen kan offentliggøre sager om navngivne virksomheder, hvis institutionen vurderer, at virksomheden ikke lever op til sine forpligtelser. Der er dermed indført et dobbelt kontrolsystem. Ved en lovensændring i 2012 blev der i SL § 139 a, nu § 139 c, indsat en bestemmelse om diversitet i selskabernes øverste ledelsesorgan. § 139 c er udtryk for en dansk stillingtagen til en international debat om ligestilling mellem kønnene. Bestemmelsen forpligter de største selskaber til at opstille *måltal* og *politikker* for det underrepræsenterede køn i selskabernes ledelse.<sup>26</sup> Selskabslovens bestemmelse følges op af en bestemmelse i ARL § 99 b, hvorefter selskabet skal redegøre for opfyldelsen af det opstillede måltal og for den udarbejde politik.

#### 2.1.2.6. A Market for Corporate Control

Et selskabs (bors-)værdi afhænger af, om det er veldrevet. Hvis selskabets ledelse er mindre duelig, må det antages, at verdien er lavere end verdien af i øvrigt sammenlignelige selskaber. I borsnoterede selskaber udgør borskursen en klar indikator for, om selskabet er veldrevet. Jo lavere borskursen er i forhold til, hvad antages den kunne være med en mere effektiv ledelse, desto

25. Se om Mæglings- og Klageinstitutts virksomhed i dets årsberetning og på [www.virksomhedsadfærd.dk](http://www.virksomhedsadfærd.dk).
26. Reglerne om måltal og politik for den konsmessige sammensætning af ledelsen er gennemgået af Pernille Nørkær i NTS 2013:1-2 p. 76 f. Erhvervsstyrelsen har udsendt en vejledning: Måltal og politikker for den konsmessige sammensætning af ledelsen og afgangsrapportering herom, senest opdateret 2018. Se mere udførligt om reglerne nedenfor i kapitel 9.3.

større fortjeneste vil der være for den, der kan overtage selskabet og cræatte den mindre effektive ledelse med en mere effektiv ledelse. Dette er grundlagende tankesangen bag de økonomiske teorier om »A Market for Corporate Control«.<sup>27</sup> Muligheden for virksomhedsovertagelser er en af de økonomiske mekanismer, der kan bidrage til at gøre virksomheder mere effektive. Om der eksisterer et marked, og hvilke betingelser en virksomhedsovertagelse kan ske på, afhænger både af den børsejlige og selskabsretlige regulering (herunder selskabets vedtægtsmæssige grundlag) og af den konkrete ejerstruktur. De danske selskabs- og børsejlige regler har ikke hidtil søgt at realisere et marked for corporate control. Selskabsloven oprettholder således i lovens kap. 5, § 67, og følgende den hidtidige frie adgang til at have vedtægtsbestemmelser om omsættelighedsbegrensninger i form af forkobret, samtykkekrav ved salg m.v., jf. nærmere nedenfor i kap. 6.I.6. High level-gruppens anbefaling fra 2002 vedrørende takeoverdirektivet bekendte sig klart til teorien, navnlig med den såkaldte breakthrough-regel. I det vedtagne direktiv blev linjen blokt op, jf. nedenfor i kap. 16.8.

### 2.1.2.7. Selskabers kapitalstruktur

Den økonomisk-finansielle teori har siden 1960'erne udviklet en række modeller med henblik på at tilrettebringe en optimal kapitalstruktur i det enkelte selskab.<sup>28</sup> Et selskab kan finansieres på mange måder, fra aktiekapital over diverse mellemformer til ren hæmekapital. Selskaber kaninden for vide sammen selv vælge, om selskabet skal egen- eller fremmedfinansieres. Corporate governance-debattens bidrag til overvejelsen om selskabers kapitalstruktur er at gøre opmærksom på, at overvejelserne ikke kun handler om at afgøre, hvilken finansieringsform der isoleret set er billigst, om at tage stilling til konkursrisiko ved en for stor grad af geldsfinansiering m.v. I overvejelserne må også inddrages, at kapitalstrukturen udgør et instrument for aktionærerne i kontrollen med ledelsen. Aktionærerne bør således være bevidste både om fordelingen mellem finansiering med aktiekapital og fremmedkapital og om

27. Teorien tilskrives normalt Henry G. Manne, jf. dens artikel »Mergers and the Market for Corporate Control», Journal of Political Economy 110, 1965. Mannes artikel samt centralt bidrag til teorien videre udvikling gengives i Keay m.fl., Corporate Governance 1999 (Vol. IV, Part II) samt i Robert F. Romano, Foundations of Corporate Law (1993) p. 229 ff. jf. også Det statiegæget om Aktivt Ejerskab, 1999, p. 287 ff.
28. Se om kapitalstrukturproblemene Isha Brealey, Allen & Myers, Principles of Corporate Finance, 12<sup>th</sup> ed. 2017 og på dansk Claus Faurum, Corporate Finance 2002. Se om virksomhedernes kapitalstruktur m.v. også Nationalbankens kvartalseoversigt 4. kvartal 104, p. 61 ff.

den nærmere karakter af de respektive kapitalformer (A-B-aktier, præferenciekapital, mellemformer osv.). Generelt har det været antaget, at en høj grad af egenkapitalfinansiering (høj soliditet) i selskaber med en spredt ejerkreds vil mindske aktionærernes kontrol med ledelsen. En højere gældsandel vil give ledelsen mindre råderum og kan øge presset til at foretage gode investeringer. Teorien er, at gældsfordringer medvirker til at reducere agentomkostninger mellem aktionærer og ledelse.

Der indgår som nævnt også flere faktorer i kapitalstrukturbeslutningen, heriblandt også ønsket om at øge shareholder value (som også trækker i retning af at øge gældsandelen). Det samlede resultatet er, at selskaberne i dag har en meget aktiv og bevidst strategi med hensyn til at tilrettelægge kapitalstrukturen. De senere års lovgivning har ikke tilskyndet selskaberne til at gøre en dyd ud af at være økonomisk solide, herunder at have betydelige skjulte reserver. Årsregnskabslovens princip om værdibaserede regnskaber vender sig således mod opbygning af skjulte reserver, jf. nedenfor i kap. 13.

En følge af teorien har været, at hvis ledelsen ikke har kunnet sandsynliggøre for aktionærerne, at selskabets kapital kan investeres formufligt, har det hert til dagens orden, at kapitalen tilbagebetales til aktionærerne. Tilbagebetaling kan ske enten i form af et forøget udbytte og/eller i form af aktietilbagekøb/kapitalnedsættelser, jf. nærmere herom nedenfor i kap. 8.

Den ovenfor gengivne udvikling afspejler både, hvor det teoretiske fokus har været, og den praktiske virkelighed i den økonomiske opgangsperiode indtil finanskrisen. Tidligere årtiers fokus på selskabers soliditet, udvikling af modeller for forudsigelse af konkursrisiko m.m. har ikke domineret. Finanskrisen har ændret på dette. På det reguleringsmæssige plan giver dette sig bl.a. udtryk i kritik af årsregnskabslovens principper om værdiansættelse m.m. og på det selskabsretlige område i øget fokus på selskabets soliditet og likviditet samt på risikostyring og intern kontrol, jf. den nye selskabslovs § 115 og fulgtende, jf. herom nærmere nedenfor i kap. 9.

De selskabsretlige og børsretlige konsekvenser af de økonomiske diskussioner om kapitalstruktur er, at der er kommet en stærkt øget opmærksomhed omkring kapitalreglerne i selskabsloven. Særligt reglerne om egne aktier og de børsretlige konsekvenser af tilbagekøb har fået stor betydning. Med en forordning om tilbagekøb, nr. 2273/2003 – nu overført til MAR Artikel 5, der indeholder såkaldte »safe harbour«-regler – fik selskaberne et redskab, der kan sørge for, at tilbagekøb ikke er i strid med reglerne om insiderhandel og kursmanipulation, og med den nye selskabslovs udvidelse af grænserne for erhvervelse af egne kapitalandele er tilbagekøb – eller salg – af egne kapitalandele blevet et væsentligt element i selskabernes løbende kapitaltilpasning.

Gennemførelse af tilbagekobningsprogrammer rejser en rekke selskabstilige problemer med hensyn til aktionærernes krav om ligebehandling og, som nævnt, betredige problemer i forhold til reglerne om oplysningspligtelser/insiderreglerne og i forhold til reglerne om kursmanipulation. Se herom nærmere nedenfor i kap. 8.4.

## 2.2. Midlerne

### 2.2.1. Normativ- og publicitetsystemet

Dansk selskabslovgivning viderefører grundlæggende det kombinerede normative- og publicitetsystem, som vi har overtaget fra fremmed, nævnlig tysk, ret. Dette indebærer som udgangspunkt fri adgang til at stift selskaber, men således, at selskabene undergives et sæt beskyttelsespræceptive regler og regler om vidstrakt offentlighed omkring selskabernes forhold. Oprindelig var formålet som form nu nævnt især kreditor- og aktionærbeskyttelse. Den senere selskabstilige udvikling viser imidlertid, at såvel medarbejder- som samfundsinteresser kan værtages gennem udbygning af det traditionelle system. Den opfattelse, som dagens selskabslov hviler på, er som nævnt form overvejende stakeholderorienteret.

Hensynene til medarbejdere og samfund kan virke som en forstærkning af krav om strammere regler på lovenes erstatningsråder, især med hensyn til øget publicitet. Enkelte nyere regler har dog specifikt sigte (også) mod medarbejder-/samfundsinteresser, således dt i 1980 gennemførte ændringer i AL § 26, stk. 2, om indsigt i skuebogen for bl.a. medarbejdere, og storaktionærreglerne i AL § 28 a; nu aflest af reglerne i selskabslovens § 55 og følgende, jf. om den offentligt tilgængelige fortægelse (ejerregister) over større kapitalejere nedenfor i kap. 6.1.4. Samfundsinteressen har også fået til krav om større genårsigtsighed vedvarende ejerstofboldene gennem et forbud mod fremtidig udstedelse af ihændehaverurkister samt oplysningspligt om selskabers såkaldt *reelle ejere*, jf. SL § 58 a; se også nedenfor i kap. 6.1.4.

Mere traditionelle selskabstilige hensyn ligger også bag den fornyede vægt, der lægges på at hindre misbrug og kriminalitet i kalvandet på den amerikanske Enron-skandale, jf. nedenfor i punkt 2.5. Både Enron-skandalen og den efterfølgende finansielle krisé med tilhørende skandalet har understreget, at de traditionelle selskabstilige beskyttelsesformål stadig har aktualitet. Det understreges da også både på EU-niveau og nationalt, at de traditionelle mål fortsat gælder, jf. således også i Kommissariet for det danske moderniseringsudvalgs, hvor der efter kravene om fleksibilitet og forenkling tilføjes: »En effektiv og rimelig beskyttelse af aktionærer og kreditorer tillægges således

fortsat stor vægt. Dette afspejles i selskabsloven, f.eks. igennem præciseringen af ledelsens ansvar og indførelse af særlige garantier i forbindelse med liberaliseringen af reglerne om lån til kapitalejerne og om selvfinansiering.

### 2.2.2. Regulering versus deregulering

Selskabslovenes udvikling var – indtil anpartsselskabsloven af 1996 – *lovtek-nisk* præget af en stadig mere detaljeret regulering af forskellige slags dispositioner. Udviklingen på aktieselskabslovens område skyldes direktivbestemmelser, eksempelvis vedrørende egne aktier de tidligere regler i kapitaldirektivet. Der har imidlertid været tale om en almindelig lovgivningstendens, som også slog igennem, hvor den ikke var direktivbestemt. På flere områder har der været tale om et ambitionsniveau i reguleringen, som har haft svært ved at accepteres, at der – på trods af reglerne – vil finde misbrug sted. Dette indebærer fare for en regelspecialisering, som kan være til gene for mange, og som måske alligevel ikke hindrer misbrug fra personer, som *vil* misbruge systemet. Man har både i det danske og internationale lovgivningsarbejde været opmærksom på ulempene ved mere og mere detaljeret regulering. De to selskabsrettsbetankninger fra begyndelsen af halvfemserne indeholder således begge ordet *forenkling* i titlen.<sup>29</sup> Den danske regerings programudtalelse om frihedsunder ansvar vedrørende den begyndende modernisering af de danske selskabslove signalerede et fortsat ønske om forenkling. Denne linje blev videreført ved revisionen af selskabslovene i 2006, nu suppleret med en programudtalelse om at lette de administrative byrder for erhvervslivet.<sup>30</sup> Linjen er, som nævnt, videreført ved gennemførelsen af selskabsloven i 2009. På tilstødende områder som regnskabslovgivningen, den børsretlige og den finansielle lovgivning er der derimod sket en markant udvikling i omfanget af regulering, se således nedenfor i kapitel 3.2 og kapitel 13 om henholdsvis den børsretlige og regnskabsretlige regulering.

På aktieselskabsområdet har EU ofte haft det vanskeligt med at gennemføre forenklinger. Der er imidlertid en stigende erkendelse af, at EU-harmoni-

29. Betænkning 1229:1992, Forenkling og fremtidstilpassning af selskabslovene og betænkning 1251:1993, Forenkling af anpartsselskabsloven.

30. Se nærmere de almindelige bemærkninger til ændringslovene FT 2005-06 Tillæg A 1792. Hf. således også overskriften »En enklere offentlig sektor – regeringens handlingsplan for regelforenkling og administrative lettelser«, 2002. Hf. om regeringens mål selskabslovgivningen *Bent Bendtsen i The Regulation of Companies*, 2003, p. 25 f., samt *Ida Rosenberg* samme sted, p. 135 f. Se videre *Mette Neville* samme sted, p. 39 ff. »Nordic Company Law Reforms in an International Regulatory Perspective«. Se om selskabslovens struktur Modernisningsbetænkningen, p. 27 f.

sering i detaljer ikke er vejen frem, jf. det såkaldte SLIM-projekt (Simpler Legislation for the Internal Market).<sup>31</sup> Tiden er i det hele taget ikke til en direktivstyrct detailharmonisering på selskabsområdet. Se også vedrørende borsområdets principperne i Lamfalussy-rapporten.<sup>32</sup> Lamfalussy-rapporten anbefaler en øget anvendelse af rammedirektiver, som suppleres med mere detaljerede gennemførelsesregler. Slutresultatet på borsområdet er dog ikke blevet en mere enkel regulering. Den borsretlige regulering er i dag monsmental i omfang og uhyre kompleks i sin opbygning.

Baggrunden for krav om deregulering kan være meget forskellig, og der kan lægges et forskelligt indhold i begrebet deregulering.

En overordnet erfaring, som mange lande har gjort, er som nævnt, at mere og mere omfattende og detaljerede lovregler ikke altid er det rigtige middel til at løse konflikter eller regulere markedet. Deregulering kan i dette perspektiv betyde, at regler samles og forenkles i én samlet lov eller udtrykkes i principper (generalklausuler o.lign.). Ved at samle regler kan vindes overblik, bedre forståelse og undertiden bedre efterlevelse af de pågældende regler. Omkostninger ved generalklausuler o.lign. kan omvendt skabe rets sikkerhed og manglende klarhed over gældende ret.

Hvis man ser på de hidtil gældende nordiske selskabslove, kan man finde eksempler på en stigende vekst i regelmængden og i reglernes kompleksitet. Spørgsmålet er imidlertid, om det i alle tilfælde er reglerne, der er (for) komplekse, eller om reglerne blot afspejler en mero kompleks erhvervsstruktur. Ophævelse af lovregler er ikke altid udtryk for deregulering/forenkling. Forenklingen af a/s-aktieselskabsloven i 1996 var klart båret af et ønske om en lov med færre regler. Dette fante, som nævnt, til betydelig tvivl om, hvad der gjaldt i de tilfælde, hvor a/s-aktieselskabsloven ikke indeholdt regler om forhold, der var regulert i aktieselskabsloven. Selskabsloven af 2009 har ingen udtrykte mulighed for færre regler, hvilket illustreres af, at antallet af paragraffer er fordoblet i forhold til den tidligere gældende aktieselskabslov. Moderniseringsudvalget valgte på den anden side ikke den seneste svenske model, hvor

31. Om SLIM-projektet se Eddy Wijerswijk i NTS 2000:2, p. 126 f. SLIM-projekter er en del af Kommissionens handlingsplan fra 2003. Forenkling (simplifikation) indgår nu som en del af EU's planer om Better Regulation i henhold til Lissabon-programmet, jf. herved også om Kommissionens hearing om ultimate priorities for the Action Plans, 2006.
32. Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Bryssel, 13. febr. 2001. H. om børretrens træknæring og struktur bl.a. Paul Krugman, Niels Clausen, Jesper Lau Hansen, Børretren, 6. udg., 2019, p. 55 f., samt Niels Clausen i The Regulation of Companies, 2003, p. 167 f. Om udviklingen på regulationsmarkedet se nedenfor i kap. 11.

AHL har det klare pedagogiske sigte at tage stilling til – og dermed afskære – en lang række selskabsretlige spørgsmål, som forekommer i praksis, og som derfor må stilles og besvares. Dette har medført, at den svenske lov er ganske omfangsrig, ca. 800 §§. Det har altså kostet på overskueligheden. Den danske selskabslov har ikke haft et tilsvarende pedagogisk sigte. Tværtimod har moderniseringsudvalget og loven på en næppe områder undladt at forholde sig til problemstillinger, som er blevet opfattet som (for) komplekse eller måske kontroversielle. Det har heller ikke været et udtrykt mål at skabe afskriftning på konkrete punkter, hvor den selskabsretlige teori har været uenig, og/eller hvor retspraksis ikke giver klare svar.

En anden betydning af ordet deregulering er ophævelse af *lovregulering* til fordel for regulering i form af *»soft law«* og/eller *selvregulering* m.v. Inden for selskabsområdet kan deregulering i denne henseende forstås som et ønske om i højere grad at give selskaberne selv *pligt til*, eller *ret til*, at udforme vedregtsbestemmelser, *forretningsordener* for bestyrelsen eller andre interne regler, som regulerer selskabets forhold og selskabsdeltagernes retstilling. Endvidere at fravælge regulering i lovgivningen til fordel for standarder eller detaljregler, som formuleres af erhvervslivet selv, uafhængige organer o.a. Formen kan være *anbefalinger i modellove*, *vejledninger*, *codes* m.v.

Deregulering i denne forstand er ikke nødvendigvis udtryk for ikke-regulering, men snarere om *valg af metode for regulering* af forskellige problemkredse. Relevante faktorer, der indgår i den selskabsretlige vurdering, er bl.a. ønsker om *fleksibilitet* i reguleringen over for hensyn til beskyttelse af kreditorer og minoriteter (deklaratoriske ctr. preceptive regler) muligheder for hurtig tilpasning til erhvervsudviklingen, en bensigtsmæssig fordeling mellem mere permanente lovregler og udfyldende detailregler fastsat af administrative myndigheder eller andre regelskabende organer<sup>33</sup> og om *frihed* til at indrette selskabets organisatoriske forhold.

På EU-plan må særligt også nævnes vanskelighederne med at fremme effektive og konkurrencedygtige selskabsregler med samtidig respekt af nationale erhvervsforhold og nationale retstraditioner.

33. Jf. således vedrørende borsreguleringen, herunder forholdet mellem reglerne i kapitalmarkedsloven og de udfyldende bekendtgørelser og regler for borsnoterede selskaber samt forholdet mellem de borsretlige regler og selskabslovene, *Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Løn Hansen*, Borsretten, 6. udg., 2019, p. 181 f. Se også ovenfor i teksten punkt 2.3 om Anbefalinger for god Selskabsledelse samt *Theodor Baum* og *Paul Krüger Andersen* i NTS 2008:1 p. 52 f. og samme i NTS 2016:4 om den europæiske modellov (EMCA).

Selskabsloven af 2009 indeholder helt overvejende præceptive regler, der beskytter aktionærer og kreditorer. Ønsket om fleksibilitet kommer naturlig til udtryk med hensyn til ledelsesreglene; jf. foran. Dernæst kan man sage, at ophævelsen af tidligere præceptive og restiktive regler naturligvis medfører større frihed/fleksibilitet.

Moderniseringsbetænkningen indeholder i indledningen udvalgets overvejelser vedrørende selskabslovens struktur.<sup>34</sup> Heriblandt er et kort afsnit om »Øget brug af deklaratorisk lovgivning» som udfyllende baggrundsret eller som et alternativ til præceptive regler, såfremt en lempelse ønskes på det pågældende område. Udvalget råges dog med at konstatere, at deklaratoriske regler kan bruges på den nærværende måde, men opstiller ikke et mål i denne retning. Enkelte steder i betænkningen drøftes spørgsmålet yderligere. Således rejses spørgsmålet, om det vil være hensigtsmæssigt at udarbejde en lovbestemt standardvedtægt.<sup>35</sup> Spørgsmålet besvares benægtende, men udvalget anbefaler, at Erhvervstyrelsen udarbejder en vejledning, som kan benyttes i forbindelse med en elektronisk anmeldelse af stiftelsen af et selskab, således at det er muligt at oversyre de registrerede oplysninger til et sæt standardiserede vedtægter, jf. herved nærmere om elektronisk stiftelse nedenfor i kap. 5.8. Vejledningen bør efter udvalgets opfattelse blide omfatte de oplysninger, som vedtægterne skal indeholde, og andre emner, der kan være hensigtsmæssige i et selskabs vedtægter. Loven – og Erhvervstyrelsen – har som nævnt fulgt moderniseringsudvalgets forslag.

For så vidt angås anvendelse af soft law har udvalget overvejelser herom i forbindelse med kapitler om selskabets ledelse.<sup>36</sup> Udvalget har overvejet de overordnede principper for valg mellem lovgivning og anbefalinger/soft law, herunder om mere lovgivning af ledelsesstrukturen ville være hensigtsmæssig, og om denne i givet fald skulle være præceptiv eller deklaratorisk. I Danmark findes en soft law-regulering i Anbefalinger for god Selskabsledelse, jf. nærmere herom nedenfor i kap. 2.3. Disse anbefalinger gælder alene for selskaber, hvis aktiet handles på et reguleret marked. Udvalget finder generelt den gældende emnenestige fordeling mellem soft law, specielt de nævnte anbefalinger, og egentlig lovgivning passende og finder, at det i øvrigt ligger uden for udvalgets kompetensområde at drøfte de nævnte anbefalinger. Udvalget konkluderer, at »Der bør således ikke udfierdiges nye deklaratoriske eller præceptive lovbestemmelser vedrørende emner, som i dag er

34. Betænkning 14932008 p. 39 f.

35. Betænkning p. 121 f.

36. Betænkning 14932008 p. 234 ff. og 291 f.

reguleret ved soft law, men på visse punkter bør bemærkningerne til de emner, der er reguleret ved lov, udbygges og præciseres.<sup>37</sup>

I overvejelserne kan også indgå retsøkonomiske overvejelser. Man må bl.a. se på transaktionsomkostninger ved alternative reguleringssmodeller. Man må se på virkninger af asymmetrisk information, og man må vurdere, om der forekommer (andre former for) markedssvigt. Disse overvejelser fører ikke nødvendigvis i samme retning.

Easterbrook & Fischel<sup>38</sup> giver et kort svar på spørgsmålet »Why Is there Corporate Law?« således: »Corporate Law is a set of terms available off-the-rack so that participants in corporate ventures can save the cost of contracting.« Denne udtalelse kan uden vanskelighed udvides derhen, at »Selskabsrennen skal anvende de reguleringssmetoder, som medfører de mindste transaktionsomkostninger. En fordel ved en mere omfattende deklaratorisk selskabsregulering kan således være, at selskabsreglerne kan fungere som standardkontrakter for selskabets interesser. Dette argument ligger bl.a. bag den omfattende svenske aktieselskabslov.<sup>39</sup>

Det ligger i sagens natur, at svaret på forskellige former for markedssvigt er tvingende regler, i almindelighed i lovsform.

Anpartsselskabsloven af 1996 kan tages som eksempel på en lovrevision, hvor det ville have været relevant at inddrage overvejelser om transaktionsomkostninger. I det faktuelle historiske forløb indgik retsøkonomiske overvejelser i en mere eksplisit form ikke i overvejelserne bag reformen. Accepten – i Danmark – af denne type argumenter er først sket i de aller seneste år. Man kan hævde, at kommissoriet for moderniseringsudvalgets arbejde med den indledende proklamation om, at regeringen ønsker »en enkelt, klar og effektiv erhvervslovgivning, der er så let som mulig for erhvervslivet at administrere og efterleve«, ville gøre det relevant at foretage nogle retsøkonomiske overvejelser af ovennævnte type. Udvalgets overordnede betragtninger indeholder imidlertid ikke sådanne. Forholdet er formentlig det, at kommissoriets mere konkrete mål og rammer for udvalgets arbejde har været bestemmende for udvalgets arbejde.

På EU-plan tales der ofte om »a tool box of regulation«. Det var eksemplvis en vigtig pointe i Reflection-gruppens rapport fra 2011, at rækken af de reguleringssredskaber, der indgår i den europæiske reguleringssdiskussion, ages. Pointen er, at reguleringssmidlerne har forskellige kvaliteter, og at det i

37. Beskrivning 1498/2008 p. 310.

38. The Economic Structure of Corporate Law, 1991, p. 34.

39. If. således forarbejderne til den svenske lov Prop. 2004/05 p. 201 f. se her til bl.a. Jon Andersson i NTS 2005/4 p. 39 f., »787 §§«.

forhold til hvert enkelt mål gælder om at velge det bedste middel til at nå det. De mål.<sup>40</sup>

Bindende EU-regulering i form af direktiver og forordninger kan være vanskelige at få vedtaget. De har ofte ikke den fornødne fleksibilitet til at kunne rumme meget forskellige selskaber. Gennem øgede krav om transparens med henblik til selskabers politikker vedvarende selskabets målsætninger om CSR, ESG, diversitet m.v. kan Kommissionen skubbe til udviklingen. Et eksempel herpå er kravene efter implementeringen af det reviderede aktionærsværdighedsdirektiv i 2019. Andre eksempler er de stigende krav om redegørelse om ikke-finansielle oplysninger i regnskabslovgivningen, se nærmere herom nedenfor i kap. 13.1.9 samt de anbefalinger om god selskabsledelse, som findes i næsten alle landes corporate governance codes – her i Danmark senest i Anbefalinger om god Selskabsledelse, 2020, jf. herom straks i det følgende.

### 2.3. Anbefalinger for god Selskabsledelse i Danmark

På grundlag af et kommissorium fra erhvervsministeren udarbejdede fire fremtrædende erhvervsledere med *Lars Nørby Johansen* i spidsen en rapport, som blev offentliggjort i december 2001 med titlen »Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark. Anbefalinger for god Selskabsledelse i Danmark«.<sup>41</sup> Rapporten, og anbefalingerne, udgjorde en dansk version af de internationale corporate governance codes. Anbefalingerne har haft usædvanlig stor gennemslagskraft i den danske erhvervsdebat. Det fremgik af rapporten, at det ikke var sigtet at formulere bindende regler for selskabernes adfærd. Rapportens forfattere understregede, både i rapporten og i mange andre sammenhænge, at sigtet var at forbedre bestyrelsesarbejdet, ikke at lave yderligere regulering. Alligevel måtte rapportens anbefalinger allerede i dens første version også tillægges retlig betydning. Anbefalingernes *tilblivelse* har en autoritativ karakter, deres *form* har regelkarakter, deres *indhold* er på adskillige punkter tæt forbundet med regler, som er formuleret i selskabsloven, og sidst men ikke mindst er reglerne implementeret i det retlige univers. De blev

40. Se her til bl.a. *Paul Kriger Andersen*, European selskabsret: Quo Vadis? I Festschrift til Erik Werlauff, 2011, p. 42 f.
41. Se om den første rapport *Paul Kriger Andersen*; NTS 2002:I p. 94. Se også *Thomas Riise Johansen* og *Teddy Wivel*, NTS 2001:2 p. 173 f. om »Bestyrelseskodes risiko-styring og revisions roller», jf. *Jørgen Valther Hansen, Thomas Riise Johansen & Teddy Wivel*s bog »Corporate Governance», 2001.

– og er stadig – optaget i Københavns Fondsbors' noteringsregler, i første omgang dog ikke med et bindende krav om, at de borsnoterede selskaber skal følge reglerne. De skal blot forholde sig til anbefalingerne, jf. straks nedenfor om *comply or explain*-princippet.

Københavns Fondsbors (nu Nasdaq Copenhagen) etablerede senere en Komité for god selskabsledelse med henblik på en løbende udvikling af anbefalingerne. Komitéen afgav i december 2003 en rapport om, hvorledes selskaberne har forholdt sig til anbefalingerne, og på grundlag heraf blev der fremlagt et forslag til en revision. Der blev kun foreslægt mindre justeringer, navnlig således at nogle af de meget konkrete anvisninger, f.eks. om bestyrelsesmedlemmers alder, nuanceres.

Inden en ny version af anbefalingerne blev endelig offentliggjortte EU-Kommissionen dels sin første selskabsretlige handlingsplan, jf. foran, og samtidig kom Kommissionen med to henstillinger henholdsvis om ledelsens rolle og uafhængighed og om vederlag. Dette gav anledning til genoptagelse af arbejdet med at revidere anbefalingerne. Arbejdet afsluttedes med komitéens Rapport om god selskabsledelse i Danmark 2005. De reviderede anbefalinger blev efterfølgende optaget i København Fondsbors' noteringsregler, jf. nu Nasdaq Copenhagens regler for udstedelse af aktier. Vedtagelsen af selskabsloven af 2009 nødvendiggjorde en revision af anbefalingerne. Reviderede anbefalinger blev således offentliggjort i april 2010 og i august 2011. Anbefalingerne er efterfølgende revideret i maj 2013 og opdateret i november 2014, i november 2017 og igen i 2020 jf. nedenfor.

Med inspiration i EU-Kommissionens forslag fra 2014 om ændring af direktivet om aktionærrettigheder udarbejdede komitéen i 2016 et sæt anbefalinger for aktivt ejerskab. Anbefalingerne var specielt målrettet danske institutionelle investorer. Det anbefaledes bl.a., at investorerne efter *comply or explain*-princippet udarbejdede en årlig redegørelse i forhold til anbefalingerne, og at de offentliggjorde en politik for aktivt ejerskab. Med implementeringen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv i 2019 blev der imidlertid vedtaget lovregler om institutionelle investorer pligt til at udarbejde og offentligøre deres politik for aktivt ejerskab, jf. FIL § 101 a. Som en konsekvens heraf er Anbefalingerne for aktivt ejerskab fra 2016 udfaset.

Anbefalingerne udarbejdes nu af en selvstændig Komité for god selskabsledelse. Komitéen er et uafhængigt organ styret af et selvstændigt sæt ved-

## Kapitel 2. Kapitalstelskabsrettenes mål og midler

tægter. Medlemmerne af komitéen udpeges af erhvervsministeren på grundlag af en indstilling fra komitéen.<sup>42</sup>

De seneste versioner af anbefalingerne er forenklet i forhold til tidligere. En række anbefalinger, som fremgår af lovgivningen eller i vidt omfang er indarbejdede i selskabspraksis, er udeladt. Anbefalingerne supplerer således den gældende selskabs- og borsretlige regulering. Anbefalingerne er udarbejdet ud fra den grundholdning, at selvregulering forudsætter, at selskaberne generelt har en positiv holdning til at efterlave anbefalingerne, jf. også straks nedenfor.

Anbefalingerne gælder for danske selskaber optaget på et reguleret marked i Danmark, herunder Nasdaq Copenhagen. De gælder ikke for danske selskaber, der måtte være optaget på udenlandske markedspladser, eller for (andre) store danske virksomheder.

Anbefalingernes indhold er opdelt i 5 afsnit, som hver forholder sig til vigtige dele af corporate governance-problemerne. Disse er:

1. Samspil med selskabets aktionærer, investorer og øvrige interesser
2. Bestyrelsens opgaver og ansvar
3. Bestyrelsens sammensætning, organisering og evaluering
4. Ledelsens vederlag
5. Risikostyring

Hvert af de nævnte hovedpunkter har en række underpunkter. Eksempelvis indeholder det første hovedpunkt tre underpunkter, henholdsvis »Dialog mellem selskab, aktionærer og øvrige interesser«, »Generalforsamling« og »Overtagelsesforsøg og relation til det omkringliggende samfunds».

Anbefalingerne inddrager bl.a. erfaringerne, efter at selskabsloven har virket i nogle år. En af de bemærkelsesværdige modninger i anbefalingerne er, at anbefalingerne legger afstand til selskabslovens ledelsesmodel med et tilsynsråd, jf. SL § 111 og nærmere nedenfor i bogens kap. 9. Selskaber med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked bør efter komitéens opfattelse organisere sig med bestyrelse og direktion, dvs. den traditionelle danske ledelsesmodel. Anbefalingerne anvender derfor kun de hidtil kendte betegnelser for ledelsesopgaverne: bestyrelse og direktion. Tilsvarende gælder også i de svenske og finske anbefalinger fra 2020.

42. Se vedtagtene for Komitéen for god Selskabsledelse og komitéens sammensætning på hjemmesiden [www.corporategovernance.dk](http://www.corporategovernance.dk).

Anbefalingerne 2020 indeholder en række nyheder i forhold til de tidligere anbefalinger fra 2017. Nyhederne afspejler i høj grad internationale diskussioner om corporate governance. Sammenfattende siges det således i det høringsbrev, der blev udsendt forud for ændringerne, at »Komitéen har ved revisionen lagt vægt på at fremhæve vigtigheden af 1) selskabernes langsigtede værdiskabelse, herunder eget dialog med en bred kreds af interesser 2) selskabernes bæredygtighed 3) selskabernes overvejelser og transparens i.f.t. ledelsesaflenning samt selskabernes stillingtagen til deres overordnede formål, deres purpose«.

Overordnet præges ændringerne af en forstærket stakeholderorientering. Ifølge forordet til anbefalingerne skal anbefalingerne således »sikre tillid til selskaberne fra relevante interesser, inklusiv aktionærer, investorer og det omkringliggende samfund og dermed sikre langsigtet værdiskabelse og afkast til aktionærerne«.

Indledningen til anbefalingerne indeholder i punkt 5 en forklaring vedrørende nogle begreber, der bruges i anbefalingerne, heriblandt begrebet »samfund«. Det anføres således, at »selskabets handlinger kan have betydelig indflydelse på det lokale, nationale og internationale samfund« og videre at »tilsvarende har det omkringliggende samfunds opfattelse af selskabet også indflydelse på selskabets mulighed for at agere optimalt og til fordel for selskabets interesser inklusive aktionærerne og den langsigtede værdiskabelse«. Det er ifølge bemærkningerne »naturligvis i samfundet en forventning om, at selskabet forstår og forholder sig til såvel den positive som den negative virkning, som selskabet har på samfundet«. Ifølge komitéen er det en »fælles forpligtigelse, at alle selskaber begrænser eventuelle negative samfundspåvirkninger«.

Samfundsorienteringen viser sig også i, at anbefalingerne indfører det – i denne sammenhæng – nye begreb *bæredygtighed*. Komitéen vurderer, at det er væsentligt for selskabernes værdiskabelse, at selskaberne forholder sig til bæredygtighed i bred forstand, herunder CSR og ESG.

Medens begrebet bæredygtighed anvendes i stedet for det engelske begreb *sustainability*, har de nye anbefalinger adopteret det engelske begreb »purpose«. Et selskabs purpose defineres som »selskabets overordnede sigte for langsigtet værdiskabelse, som selskabet leverer til sine aktionærer, øvrige interesser og samfundet«. Anvendelsen af det engelske udtryk fremfor det danske ord »formål« er en markering af, at der ikke er tale om en ændring eller tilføjelse til selskabets vedtægtsmæssige formål – hvilket jo efter omstændighederne vil kræve vedtægtsændring. Selskabets purpose skal i stedet, som

det siger, »understøtte selskabets vedvægtsmæssige formål« på linje med velkendte strategielementer som »mission« eller »vision«.<sup>43</sup> Et hovedemne i den internationale diskussion om »Corporate Purpose« er, om »Corporate leaders (should) manage their business for all their stakeholders, or should shareholders' interest come first?«. Det sidstnævnte betegnes også som »Stakeholder Capitalism«.

Anbefalinger for god Selskabsledelse indeholder ikke eksplisitte svar på det nævnte spørgsmål, men det følger af det danske koncept, at det **er** det enkelte selskab der træffer valget. Det følger således af selve *comply or explain*-princippet og kravet om, at selskabet forklarer sit valg i årsregnskabet, jf. straks nedenfor, at danske selskabers stakeholdere ikke har en bindende eller formel indflydelse på selskabet, dvs. generalforsamlingens valg. Dette vil blive ændret dramatisk, hvis kommissionens evt. direktiv som efterfølger af EY's rapport fra 2020, »Study on Directors Duties, and Sustainable Corporate Governance« måtte blive vedtaget.<sup>44</sup>

Det detaljerede indhold af anbefalingerne skal i øvrigt ikke gennemgås her. Anbefalingerne omtales derimod løbende i bogens fulgende kapitler.

Hvert hovedafsnit af anbefalingerne indledes med nogle overordnede rationaler, som beskriver baggrunden for at emnet er genstand for anbefalingerne. Derefter følger konkrete anbefalinger. Endelig er der knyttet kommentarer til anbefalingerne. Kommentarene udgør ikke en egentlig del af anbefalingerne, men indeholder bl.a. praktiske anvisninger og eksempler på, hvordan selskaberne kan anvende anbefalingerne.

Set fra et retligt synspunkt er den vigtigste ændring i forhold til de oprindelige anbefalinger, at anbefalingerne nu anvender *comply or explain*-princippet. *Comply or explain*-princippet er hentet fra den engelske combined code og indgår i Kommissionens ovennævnte henstillinger. Princippet indebærer, som ordene angiver, at selskabet har valgt mellem at følge normen eller undslade at følge normen og i stedet begrunde, hvorfor normen ikke følges. Med anvendelsen af *comply or explain*-princippet træder anbefalingerne et trin opad i det retlige hierarki. Dette understreges af, at komiteen i indledningen til anbefalingerne selv karakteriserer anbefalingerne som *soft law*. ARL § 107 b kræver, at ledelsesberetningen giver oplysning om, hvorvidt virksomheden er omfattet af en kodeks for virksomhedsledelse, og angiver, om virksomheden fraviger den pågældende kodeks, og i så fald grundene hertil. Samtidig er komiteen begyndt med systematiske undersøgelser af selskabernes efterlevel-

43. Se som eksempel f.eks. Novo Nordisk hjemmeside: »Our purpose is to drive change to defeat diabetes.«

44. Se nærmere foran i kapitel 2.1.2.5.

se af anbefalingerne. Den seneste årsberetning fra komitéen fra 2019-2020 viser således overordnet en meget høj efterlevelse tæt på 100 % – naturligvis med en variation i forhold til de enkelte anbefalinger.<sup>41</sup>

Vælger et selskab ikke at følge en anbefaling, er der som nævnt pligt til at angive en begrundelse herfor. Derved lægges et pres på selskaberne, ikke mindst for at efterleve den del af anbefalingerne, der slutter sig tæt til pligterne til at lede selskabet forsvarligt, således som disse pligter er formuleret i selskabsloven. Med den meget høje grad af efterlevelse må man derfor forvente, at anbefalingerne over tid kan få indflydelse bl.a. på culpa-vurderingen i entstiningssager mod ledelsen, jf. nærmere nedenfor i kap. 14.

## 2.4. Registrering og kontrol

### 2.4.1. Erhvervsstyrelsen

Aktieselskaber og anpartsselskaber skal anmeldes til og registreres hos *Erhvervsstyrelsen*, jf. nedenfor i kap. 5.5. Erhvervsstyrelsen er en administrativ myndighed med beliggenhed i København. Regler om styrelsens opgaver findes i selskabslovens kapitel 2, §§ 9 og følgende, jf. også § 40 samt en tilhørende *anmeldelsesbekendtgørelse*, bkg. nr. 1377 af 12. december 2019. Denne bekendtgørelse omfatter alle anmeldelser til Erhvervsstyrelsen, således også anmeldelser vedrørende alle andre virksomheds- og selskabsformer, som registreres hos styrelsen. Kapitel 2 er ændret ved den såkaldte »kontrolpakke« ved lov nr. 642 af 19. maj 2020. Kapiteloverskriften er nu »Registrering, offentliggørelse, opbevaring af dokumenter, frister og kontrol«. De to centrale ord, som karakteriserer Erhvervsstyrelsens virksomhed, er *registrering* og *kontrol*.

Det står enhver frit for at stiftte aktie- og anpartsselskaber, såfremt de opfylder de formelle og materielle bestemmelser, der er gengivet i selskabsloven. Ligeledes kan selskaberne frit foretage ændringer i deres forhold i form af vedtægtsændringer, ændringer i ledelsesforholdene, fusioner, spaltninger, omdannelse eller likvidation. Alle ændringer i forhold, der en gang er anmeldt, skal anmeldes, jf. selskabslovens § 11. Denne regel omfatter alle de netop nævnte forhold. Selskabsloven indeholder desuden en række be-

45. Undersøgelsen og anbefalingerne i øvrigt er tilgængelige på komitéens hjemmeside [corporategovernance.dk](http://corporategovernance.dk). Det er hovedsagelig Small Cap- og Mid Cap-selskaberne, som ikke har fuld efterlevelse af anbefalingerne. Blandt anbefalingerne med lavest efterlevelse var anbefalingerne om oplysninger om medlemmerne af bestyrelsen i ledelsesberetningerne og om fastlæggelse af procedurer for bestyrelsesevaluering.

## Kapitel 2. Kapitalsetskabsretten mul og midler

stæmmelser, der krever, at visse forhold anmeldes, eller visse dokumenter indsendes til styrelsen, således f.eks. vurderingsberetninger i forbindelse med stiftelse og kapitalforhøjelse samt fusionsplaner m.v. Årsrapporter skal indsendes til styrelsen ifølge Årsregnskabslovens § 138. Ved »kontrolpunkten« blev Erhvervsstyrelsens opgaver i forbindelse med Årsregnskaber udvidet efter samme principper som den selskabsretlige kontrol. Årsregnskabslovens § 159 indeholder således en bestemmelse om Erhvervsstyrelsens regnskabskontrol. De nærmere regler findes i ARL §§ 159a og følgende, jf. om reglerne nedenfor i kap. 13.1.7.

Alle anmeldelser, regnskaber og andre dokumenter, som Erhvervsstyrelsen modtager, kan være i såvel papirbaseret som elektronisk form. Både loven givningsmæssigt og administrativt udfoldes betydelige bestriebelser på at fremme anvendelse af it. Dokumenterne er ligestillede i retlig henseende unsets formen. Loven forudsætter, at anmeldelser m.v. som hovedregel sker elektronisk. § 12, stk. 2, indeholder bemyndigelsesregler, hvorefter Erhvervsstyrelsen fastsætter regler for brug af samme anmeldelse og registrering i Styrelsens it-system. Bestemmelserne i § 12, stk. 2, viderefører og udbygger den hidtidige adgang for anmeldere og andre til at foretage *onlineregistreringer* såvel vedrørende stiftelse som vedrørende senere vedtægtsændringer m.v. Reglerne findes nu i anmeldelsesbekendtgørelsen. Efter denne bekendtgørelsens § 2 skal anmeldelser ske via selvbetjeningssolutionen på [www.virk.dk](http://www.virk.dk), kun undtagelsesvis ved anvendelse af selskab-blanketten, jf. bekendtgørelsens § 3. Se nærmere om online registrering nedenfor i kap. 5.8.

Alle selskabsretlige registreringer, modtagelse af vurderingsberetninger, fusionsplaner m.v. offentliggøres i Det Centrale Virksomhedsregister (CVR), jf. SL § 14, stk. 1. Registreringer samt modtagne anmeldelser med bilag er offentligt tilgængelige med visse undtagelser, jf. anmeldelsesbekendtgørelsens §§ 13 og 14.<sup>46</sup> Alle interesserende kan herefter gøre sig bekendt med selskabets forhold enten ved personligt gennemsyn hos styrelsen, ved at få kopier af de registrerede oplysninger eller via nettet, jf. nedenfor. Offentliggørelsen af selskabsretlige registreringer<sup>47</sup> har tillige den retlige betydning, at det bekendtgjorte anses for at være kommet til tredjemand kundskab, jf.

46. Offentligheden omfatter virksomhedsdokumenter, der findes i Erhvervsstyrelsen, medmindre der er tale om dokumenter, der er undtaget fra offentlighed efter offentlighedslaven eller forvaltningsloven, jf. herved opregningen i anmeldelsesbekendtgørelsens § 14, stk. 1.
47. Også de indsendte årsrapporter er offentligt tilgængelige, jf. ARL § 154, stk. 1 og 2, men herom gælder ingen tilsvarende regel om, at de offentliggjorte dokumenter anses for at være kommet til tredjemands kundskab ved registreringen.

nærmere selskabslovens § 14, stk. 2. Betydningen heraf er, at forhold, der ikke er offentliggjort, ikke kan gøres gældende mod tredjemand, medmindre det bevises, at denne har haft kendskab hertil, jf. selskabslovens § 14, stk. 3.

Erhvervstyrelsen er som nævnt en registreringsmyndighed, men har efter vedtagelsen af kontrolpakken en udvidet kontrolfunktion. Formålet med de udvidede kontrolregler er ifølge bemærkningerne til loven at give Erhvervstyrelsen redskaber til at imødegå diverse former for økonomisk svindel. Det gælder i forhold til det offentlige i form af skatteunddragelse og i forhold til private virksomheder, som foretager investeringer på baggrund af forkerte oplysninger. Midlerne til at gennemføre svindel er bl.a. brug af stråmænd til at skjule de reelle bagmænd. Hovedelementerne i loven er en styrket selskabs- og regnskabskontrol. Loven indeholder også bestemmelser om styrket kontrol med godkendte revisorer og opbevaring af selskabsdokumenter.

Erhvervsstyrelsen selskabskontrol sker nu efter selskabslovens kap. 2, jf. den udvidede overskrift gengivet ovenfor.

De nye kontrolregler findes i SL §§ 23 a-23 i. Loven sondrer mellem registreringskontrol, jf. § 23 g og efterfølgende kontrol, jf. § 23 k.

Anmeldelser kan af Erhvervsstyrelsen afgøres ved digital straksafgørelse eller udtages til manuel sagsbehandling. Kontrollen skal i videst muligt omfang være databaseret og digital, men kan i særlige tilfælde indføres som stikprøvebaseret kontrol. Den kan udføres i samarbejde med andre myndigheder, som udfører kontrol på deres område.

Finder Erhvervsstyrelsen, at en fejl eller mangel ved det anmeldte forhold kan afhjælpes ved en generalforsamlingsbeslutning eller ved vedtagelse af kapitalselskabets centrale ledelsesorgan, kan styrelsen fastsætte en frist for forholdets berigtingelse. Berigtiges forholdet ikke inden udlobet af den fastsatte frist, kan registrering ikke finde sted.

Erhvervsstyrelsen kan foretage en efterfølgende kontrol. Efter § 23 h, stk. 1, kan styrelsen i indtil 5 år fra registreringstidspunktet kræve, at der udsendes bevis for, at registreringen er lovligt foretaget. Er der registreret åbenbart urigtige oplysninger, kan styrelsen foretage en administrativ korrektion heraf, jf. § 23 h, stk. 2. Erhvervsstyrelsen kan offentliggøre kontrolsager efter reglen i § 23 i.

En markant del af kontrolpakken angår som nævnt brug af stråmænd for at skjule de reelle bagmænd. Med henblik herpå er der i SL § 112, stk. 2, indsat en bestemmelse, hvorefter medlemmer af et kapitalselskabs ledelse som registreres efter § 10 skal være personer, som faktisk fungerer som ledelsesmedlemmer, jf. lovens kap. 7.

Erhvervstyrelsen kan kontrollere en anmeldt persons identitet, jf. bl. § 23 d. Styrelsen kan bl.a. kræve, at en person identificerer sig ved fysisk fremmøde hos Erhvervstyrelsen eller andre, som styrelsen har bemynliget hertil, og at vedkommende i øvrigt dokumenterer, at personen faktisk udsættes for ledelse.

Ef der tvivl om, hvorvidt et medlem af ledelsen faktisk udsættes for ledelse, kan Erhvervstyrelsen afgive et registrere den pågældende, eller styrelsen kan afregistre den pågældende.<sup>48</sup>

Styrelsen skal påse, at indgivne anmeldelser opfylder selskabslovens formelle krav, men i et visst omfang også at det anmeldte i øvrigt er materieligt lovligt efter selskabslovens bestemmelser. Det anmeldte skal, siges det i selskabslovens § 15, stk. 1, »opfynde bestemmelserne i denne lov, bestemmelser fastsat i henhold til denne lov eller selskabets vedtægter«, og den beslutning, der ligger til grund for en ændring, skal være blevet til på den måde, som loven eller vedtægternes foreskriver. Skant de citerede ord kunne give anledning til en dybtgående materiel prøvelse, er dette ikke tilsigtet. På den anden side er det efter lovens ord klart, at styrelsen, når den modtager anmeldelser, ikke kunkenst skal registrere det anmeldte. En vis kontrol af det anmeldte eller modtagne materiales legalitet skal foretages, jf. straks nedenfor. Uden for styrelsens opgaver er at foretage vurderingen af ledelsens formueforvaltning og formuemæssige drift af selskabet, jf. til illustration f.eks. Erhvervsrådenevnets kendelse af 1. december 1993.<sup>49</sup> I kendelsen afvistes at tage stilling til en klage over bestyrelsens formueforvaltning, jf. AL §§ 54, stk. 3, og 53. Klagen gik ud på, at bestyrelsen havde placeret selskabets lidtovide formue hos selskabets hovedaktionær, en bank.

Selskabslovens § 15, stk. 2, jf. anmeldelsetsbekendtgørelsens § 8, præciserer at en anmelder, der registrerer eller anmelder et forhold i styrelsens IT-system, indstår for, at registreringen eller anmeldelsen er lovligt foretaget. Såfremt styrelsen har en begrundet formodning om, at der er sket et misbrug af adgangene til registrering, kan styrelsen med ejeblikkelig virkning lukke

48. Se herved om brug af teknisk Kortni Enggård Sørensen i NTS 2020-4 p. 43 f.

49. Kendelse 93-9.201, genget i Erhvervsrådenevnets Årsberetning 1993 p. 201. Se også Erhvervsrådenevnets afgørelse af 15. juni 1999 (j.nr. 98-153.288) vedrørende en klage over, at statstjenestens formædiger et anpartsselskab tvangstoppe, og Erhvervsrådenevnets kendelse af 30. december 2004 om invigheden af en generalformandsbestyring samt Erhvervsrådenevnets kendelse af 22. december 2015 om nægtelse af at registrere nogle valgresultater.

*brugercens adgang til selvregistrering, jf. anmeldsesbekendtgørelsens § 5, stk. 3.<sup>10</sup>*

*Sker der en præcise af anmeldte forhold, indeholder selskabslovens § 23 b hjemmel til, at styrelsen kan forlange de oplysninger, der er nødvendige for at kunne tage stilling til forholdene.*

Selskabets beslutninger kan lide af *formelle eller materielle tilblivelsesmangler*. For så vidt angår generalforsamlingsbeslutninger foreskriver selskabslovens § 109 den procedure, som kapitalejere kan anvende, såfremt demener, at beslutningen er ulovlig. Reglen er, at kapitalejerne må anvende private sagsmål, jf. nedenfor i kap. 12.6. Er sag ikke anlagt inden tre måneder, anses beslutningen som gyldig for så vidt angår de såkaldte *anfægtelige beslutninger*, jf. § 109, stk. 2, og registrering kan ske. Foreligger der beslutninger, der kan betegnes som nulliteter, jf. § 109, stk. 3, gælder tre-månedersreglen ikke. Beslutninger, der kan betragtes som nulliteter, er pr. definition så abenbart ugyldige, at (også) Erhvervsstyrelsen kan (skal) undlade at respektere dem og dermed nægte at registrere anmeldelsen herom eller annullere en allerede foretaget registrering, se f.eks. Ankenævnets kendelse af 21. august 2018. Skal der ikke ske anmeldelse, fordi beslutningen ikke ændrer i noget forhold, der er anmeldt, er det ikke styrelsens opgave at tage stilling til beslutningen. Har en kapitalejer anlagt retssag efter § 109, stk. 2 – og dette er styrelsen bekendt – må en registrering som udgangspunkt afvente udfaldet af retssagen. Styrelsen kan dog vælge at tage stilling til legaliteten og nægte registrering. Herved tvinges *anmelderen* til at indbringe nægtelsen for Erhvervsankenævnet eller domstolene, således som det f.eks. skete som følge af styrelsens nægtelse af at registrere en vedtægtsændring om indlosning i TDC, jf. om denne sag nedenfor i kap. 12. Er der ikke anlagt sag, er det ikke principielt udelukket, at styrelsen kan vurdere en indsigelse om mangler ved tilblivelsen. Det er dog ikke meningen, at styrelsen skal fungere som en – billigere – klageinstans, når § 109, stk. 2, angiver domstolsvejen som den, der skal fulges. Som altovervejende hovedregel bør styrelsen derfor ikke gå dybere ind i vurderingen i disse tilfælde. Dette fremgår implicit af reglen i selskabslovens § 23 c, der viderefører den hidtidige bestemmelse i § 16, stk. 3, hvorfra styrelsen, såfremt den bliver bekendt med, at der er tvivl om lovligheden af foretagne eller anmeldte registreringer, kan træffe beslutning om, at regi-

50. Erhvervsankenævnet har således i flere nyere kendelser frøget adgangen til Erhvervsstyrelsens selvregistreringssløsning i tilfælde, hvor der er begrundet mistanke om misbrug af adgangen, jf. eksempelvis Erhvervsankenævnets kendelse af 27. november 2015 (j.nr. 2014-10241), hvor vurderingsberetningerne i forbindelse med apprindrådskud i en række ApS'er ikke findes at leve op til kravene i SL § 36.

styring ikke kan finde sted, for det er skabt klart ved om forholdet. Se hermed Erhversankenævnets kendelse af 14. september 2009 om registrering af en generalforsamlingsbeslutning, jf. også Erhversankenævnets kendelse af 25. marts 2011, hvor der var tvivl om ejerforholdene. Styrelsen har ikke beføjelse til at foretage en bevisbedømmelse. Se om tilsvarende sager i Erhvervsan-  
nevnets kendelser af bestyrelsesvis 4. april 2016, 26. april 2016, 29. august  
2017 og 9. juli 2018. Afskønningen må ske ved aftale mellem parterne, ved domsafgørelse eller på anden måde. Styrelsen kan blive bekendt med pro-  
blemet bl.a. gennem henvisninger fra stridende parter.

Bemærkningerne til bestemmelsen i § 13 c, stk. 3, nævner som eksempel, at der kan opstå tvivl om ejerforholdene, hvor de stridende parter begge fører eller forsøger at få registreret ændringer, f.eks. med hensyn til hvem der er registreret som ledelsesmedlemmer med bl.a. ret til at tegne selskabet. Med henblik på dette særlige tilfælde indeholder § 23 c, stk. 2, en regel, hvorefter styrelsen – ud over at udsætte en registrering efter § 23 c – kan registrere ledelsens fratreden. Hvisge bemærkningerne til bestemmelsen kan denne ad-  
gang udnyttes i særlige tilfælde, hvor der er begrundet tvivl om, hvem der be-  
siddes retten til at tegne selskabet, og hvor en registrering af ledelsens fratren-  
den vurderes nødvendig for at forhindre umodige tab i selskabet. Det påhviler  
anmelder at godtgøre, at en anmeldelse om udtreden af et ledelsesmedlem er  
lovligt besluttet, jf. kravene i SL § 23.

Et generelt forhold, der begrænser styrelsens prævelser, folger af omfanget og karakteren af det grundlag, som prævelsen hviler på. Prævelsen sker på ba-  
sis af de skriftlige eller elektroniske anmeldelser m.v., der indsendes til sty-  
relsen. Styrelsen kan efter selskabslovens § 23 b som allerede nævnt forlange  
de supplérende (skriftlige) oplysninger, som er nødvendige for at tage stilling  
til anmeldelicens lovlighed. I særlige tilfælde kan der stilles krav om, at der  
indsendes en erklæring fra en revisor om, at de økonometiske dispositioner i  
forbindelse med registreringen eller anmeldelsen er lovligt foretaget. Der kan  
ikke foretages visse- eller bevisførelse i øvrigt. Indsigelsen mod registrerin-  
gen, der kun kan afgøres ved dybdegående undersøgelser f.eks. i form af vidne-  
eller bevisførelse, hverken kan eller skal behandles af styrelsen. Sådanne ind-  
sigelser må afgøres i forbindelse med en (efterfølgende) retssag.

Er der mangler ved en anmeldelse, eller er den anmeldte ordning ikke i  
overensstemmelse med loven eller selskabets vedtægter, må manglen enten  
afhjælpes eller registrering næges, jf. selskabslovens § 23 g.

SL § 23 g omtaler alene fejl eller mangler, der kan afhjælpes ved en generalforsamningsbeslutning eller bestyrelsesvedtagelse. Afhjælpning af en sådan fejl skal ske inden for en af styrelsen fastsat frist.<sup>21</sup> Ellers nægtes registrering.

Det er ikke alle mangler, der kan afhjælpes. Selskabsloven indeholder flere bestemmelser, der har som konsekvens, at en mangel ikke kan afhjælpes. Dette gælder således ved overskridelse af anmeldelsesfrister ved stiftelse af aktie- og anpartisselskaber, jf. selskabslovens § 40, stk. 1, og nedenfor i kap. 5 og tilsvarende ved kapitalforhøjelse, jf. selskabslovens § 177, og kapitalnedsettelse, jf. § 191. I disse tilfælde må der ske en ny stiftelse af selskabet, henholdsvis træffes ny beslutning om kapitalforhøjelsen respektive kapitalnedsettelsen. Der er ikke blot tale om, at generalforsamlingen gentager en beslutning. De nævnte bestemmelser drager den yderligere konsekvens, at aktietegnernes forpligtelser bortfalder. I visse andre tilfælde, hvor anmeldelsesfrister overskrides, mistet den selskabsretlige beslutning vel sin gyldighed og må gøres om, således at anmeldelsesfristen kan overholdes. Indirekte får fristoverskridelsen derved retsvirkning derved, at Erhvervsstyrelsens offentliggørelse af beslutningen udskydes, jf. om retsvirkningen heraf selskabslovens § 14.

Selskabslovene omtaler ikke *andre fejl eller mangler*, f.eks. at anmelderen har glemt at medsende kravede bilag. Efter almindelige forvaltningsretlige principper må dog også sådanne fejl kunne berigtes, jf. således Erhvervsankenævnets kendelse af 6. maj 1993, Årsberetningen 1993 p. 215 samt kendelse af 8. maj 2018 om rettelse af en utilsigtet fejl i stiftelsesgrundlaget.

Efter at der er sket anmeldelse, kan der derimod ikke ændres i det anmeldte. Skal der ændres, må dette vedtages af generalforsamlingen eller det relevante selskabsorgan og anmeldes, jf. således også Erhvervsankenævnets afgørelse af 25. maj 1998, Årsberetningen 1998 p. 184 samt bemærkningerne til selskabslovens § 16.

I praksis giver generalforsamlingen ofte bestyrelsen »bemyndigelse til at gennemføre sådanne ændringer i det vedtagne, som måtte kræves af Erhvervsstyrelsen for det vedtagnes registrering«. En sådan bemyndigelse tjener det praktiske formål, at man undgår at afholde en fornyet generalforsamling til vedtagelse af de pågældende ændringer, men en bemyndigelse kan naturligvis ikke udnyttes til at foretage ændringer i en generalforsamlingsbeslutning.

- SI. Der må således afholdes ny generalforsamling eller træffes ny bestyrelsesbeslutning. Begge dele koster tid og penge.

Det er ofte nødvendigt, at styrelsen tager stilling til spørgsmål vedrørende selskabslovenes fortolkning og udfyldning. Når eksempelvis selskabslovens § 131 om inhabilitet definerer selskabsretlig inhabilitet ved kerneordene *spørgsmål om aftaler – eller sagområder* ..., må styrelsen tage stilling til, hvad disse ord – efter styrelsens opfattelse – dækker. Styrelsen må også tage stilling til, hvad udtrykket *et eller flere bestemte medlemmer i selskabslovens § 135 betyder*.<sup>52</sup> Styrelsen må endvidere *udøve de skarpe*, som loven forudsætter, f.eks. vedrørende frifagelse for afgift efter ARL § 152. Ligeledes må styrelsen påse, at selskabslovenes formelle og materielle krav er opfyldt. Erhversstyrelsen har derimod ikke hjemmel til at stille andre materielle krav til selskaberne end sådanne, som følger af lovgivningen eller vedtægterne. Den tidligere bestemmelse i AL § 156 a kunne efter ordlyden læses *således*, men det fremgår af forarbejderne til bestemmelsen, at dette ikke er meningens, jf. hertil også Erhvervsankasævnets kendelse af 17. maj 1993 omtalt nedenfor i kap. 5.7. Dette er ikke ændret, idet selskabslovens § 17, stk. 1, efter bemærkningerne hertil viderefører de hidtidige regler. Selskabsloven giver på specifikke områder styrelsen adgang til at udstede supplerende regler i form af bekendtgørelser, se således selskabslovens § 12 vedrørende reglerne om zumeldelse og gebyrer. Der er derimod ingen generel hjemmel til at supplere eller udfylde selskabslovenes regelsett, f.eks. gennem styrelsens vejledninger, smt. således Finanstilsynets beføjelser vedrørende de bortviste selskaber, jf. nedenfor i afsnit 2.4.3.

Visse særlige forhold gør sig gældende vedrørende selskabernes *regnskaber*. Erhversstyrelsen skal påse, at regnskaber indsendes i overensstemmelse med årsregnskabslovens krav, dvs. både at de indsendes rettidigt, og at de opfylder de krav, som årsregnskabsloven stiller. Kontrollen med, at regnskaber indsendes, kan føres effektiv ved hjælp af IT. Reglerne om indsendelse, offentliggørelse og kontrol af årsrapporter m.v. er i årsregnskabsloven samlet i årsregnskabslovens afsnit X, kapitlene 19-21. Reglerne er på flere punkter strammet op ved kontrollspalten, jf. nærmere nedenfor i kap. 13. Styrelsen har rimelige tvangsmidler til at hindre pligten til at indsende regnskaber.<sup>53</sup> Det pålegges ledelsen en afgjærd, såfremt regnskaberne kommer for sent, jf. ARL § 151, og der kan anvendes *nungsbedrifter*, jf. ARL § 162. Endelig kan selskabet efter selskabslovens § 225, nr. 1-8, *nungsopløses*, såfremt selskabet ikke indsender årsrapport og i en nække andre tilfælde, hvor selskabet ikke indsender knevede oplysninger m.m. Tvangsopløsningsmidlet er dog for mange selska-

52. Jf. Erhvervsankasævnets afgørelse af 4. februar 1993, Årberetningen 1993 p. 208 og nedenfor i kap. 9.3.3.

53. Jf. herved ARL § 138 og følgende, se herom nærmest nedenfor i kap. 13.

her ikke en trussel, idet den manglende indsendelse netop sker for at få selskabet tvangsplost, jf. nærmere nedenfor i kap. 16.

Det ville kræve overordentlig mange ressourcer, såfremt de modtagne regnskaber skulle kontrolleres i detaljer. Oprørksomheden har tidligere koncentreret sig om revisors påtegning. Årsregnskabslovens regler om undersøgelser af årsregnskaber er senere strammet op. Efter ARL § 159 kan kontrollen både udføres i forbindelse med indberetning af årsberetninger og ved efterfølgende kontrol. Kontrollen skal som nævnt i videst muligt omfang være databaseret og digital, men kan i særlige tilfælde udføres som en tilfeldig stikprøvekontrol.

Den ene side af styrelsens virksomhed er kontrollen med reglernes overholdelse. Den anden er virksomheden med at stille de registrerede oplysninger til rådighed for offentligheden. Dette gøres ikke blot passivt ved, at registrene er åbne, men der udfoldes en egentlig aktivitet for at gøre registrene let tilgængelige direkte for forbrugene. Registrering og offentliggørelse sker som nævnt i styrelsens IT-system, jf. selskabslovens § 12. Registrerede oplysninger er tilgængelige på internettet i overensstemmelse med reglerne i selskabslovens § 12 og anmeldelsesbekendtgørelsens §§ 13-14, jf. ovenfor.<sup>54</sup>

#### 2.4.2. Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn

Erhvervsstyrelsens afgørelser har stor betydning for det praktiske retsliv. Afslår styrelsen eksempelvis at registrere et selskab, en vedtægtsændring eller beslutning, har dette selvsagt betydning for selskabet. Tidligere blev der undertiden rejst kritik af, at styrelsens opfattelser og praksis var for vanskelige at anfægte, fordi dette krævede en langsommelig og bekostelig retssag. Med etableringen af Industriministeriets Erhvervsankenævn, nu Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn, ved lov nr. 858 af 23. december 1987, nu lov bkg. nr. 1374 af 10. december 2013,<sup>55</sup> blev der tilvejebragt en klageinstans for administrative afgørelser fra en række myndigheder, som er optegnet i den tilhørende bekendtgørelse nr. 1135 af 13. oktober 2017. Klager over administrative afgørelser truffet af Erhvervsstyrelsen, Finanstilsynet og Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen samt over andre afgørelser, hvori der ved lov er fastsat bestemmelser om klageadgang, kan indbringes for Erhvervsankenævnet, jf. nærmere bekendtgørelsens § 1. Der er visse begrænsninger i de enkelte love i

54. Offentliggørelsen sker på <https://virk.dk/>.

55. Jf. om ankenævnet nærmere Peer Schnurburg-Müller & Erik Werkauff, Industriministeriets Erhvervsankenævn, 1994. Ankenævnets afgørelser offentliggøres i en årsberetning, på nævnets hjemmeside ([naevnenhus.dk](http://naevnenhus.dk)) og omtales i fuglige tidsskrifter, bl.a. Advokaten, Revision & Regnskabsvæsen og NTS.

ankenævnets kompetence. Se således kapitalmarkedslovens § 232.<sup>56</sup> Der er et vist overlap både i indhold og reglering mellem de forhold, der reguleres i selskabslovgivningen, i kapitalmarkedsreglerne og i reglerne om virksomhederne i den finansielle sektor, dvs. forsikringsselskaberne, banker og spærkasser samt realkreditinstitutter. Med en stilles klageinstans undgås dels nogle kompetence- og afgrenningsproblemer på ankenævnets niveau, dels opnås mulighed for, at ankenævnet kan opbygge en sammenhængende praksis i forhold til det samlede ressortområde. Der foreligger nu et stort antal afgørelser fra Erhvervsankenævnet. Disse afgørelser udgør et vigtigt retskildernemateriale til belysning af selskabslovens indhold og rækkevidde.

Klager behandles som udgangspunkt på det skriftlige grundlag, der fremgår af klagen, samt den indklagede myndigheds udtagelse indeholdende en redegørelse for sagens faktiske og retlige dokumenter samt sagens dokumenter, jf. bekendtgørelsens § 11, og evt. også yderligere oplysninger fra klageren eller tredjemand, der er mitzalt i sagen efter § 10, jf. nedenfor. I modsætning til ved en domstolsbehandling, hvor der gælder et forhandlingsprincip, er det nærværets ansvar at få sagen oversigkeligt oplyst. En klage har som udgangspunkt ikke oprettende virkning, jf. bekendtgørelsens § 9.

De nærmeste regler om indgivelse af klager og klagers behandling fremgår af bekendtgørelsens kapitler 2 og 3. Der skal betales et gebyr (4.000 kr.) for at klage. Gebyret tilbagesbetales efter ankenævnets afgørelse, såfremt klageren helt eller delvis får medhold.

Ankenævnets afgørelser kan ikke indbringes for anden administrativ myndighed. Som andre administrative afgørelser er de undergivet domstolskontrol. Nærværets virksomhed er også omfattet af ombudsmændens kontrol samt omfattet af forvaltningsloven.

Det følger af selskabslovens opbygning, at de klageberettigede er selskabet selv samt de personer, der som ansæddere m.v. kan kreve en registrering eller afgørelse fra Erhvervstyrelsen. Selskabslovens § 371 siger, at »Afgørelser truffet af Erhvervstyrelsen i henhold til loven eller forskrifter udstedt i medfor af loven kan indbringes for Erhvervsankenævnet senest 4 uger efter at afgørelsen er meddelt den pågældende (mine fremhævelser). Klagen skal angå en afgørelse, der gis ud på baggrund af registrering, jf. således Erhvervsankenævnets kendelse af 1. juli 2005 nr. 04-201-488 og Ankenævnets kendelse af 17. januar 2013.

56. IC herved Erhvervsankenævnets kendelse af 26. marts 2001 nr. 00-164-754 samt kendelse af 6. april 2001 nr. 01-21-318, som begge alvoret en klage i henhold til de nævnte bestemmelser. Se vores bogmøde Jesper Lars Hansen, Kapitalmarkedsloven, 2020, p. 1023 f.

En kapitalejer, der f.eks. mener, at generalforsamlingen har truffet en ulovlig beslutning, eller at bestyrelsen har overskredet sin bemyndigelse eller legitimation, kan hverken få spørgsmål materielt prøvet hos Erhvervsstyrelsen eller hos Erbvervsankenævnet. Den pågældende må anlægge sag ved domstolene. Erbvervsankenævnet har heller ikke anset sig som kompetent til at tage stilling til en vejledende udtalelse om fortolkning af aktieselskabsloven, jf. ankenævnets kendelse af 27. november 2003, nr. 03-108.415.

Det kan forekomme, at en afgørelse kan få betydning for (andre) offentlige myndigheder eller private tredjemand. Erbvervsankenævnslovens § 5 og bekendtgørelsens § 10 muliggør, at de nævnte kan indtræde i sagen, såfremt de har formoden *retlig interesse* i sagen udfald.

Indbringelse af en afgørelse for Erbvervsankenævnet er en mulighed, der står åben. Ankenævnets afgørelser kan som nævnt indbringes for domstolene, men den, der er utilfreds med Erhvervsstyrelsens afgørelse, kan også indbringe sagen for domstolene uden ankenævnsbehandling, såfremt den pågældende skønner, at der er fordele herved. Det følger både af hele sagnet med at oprette Erbvervsankenævnet og dermed af indretningen af ankenævnsbehandlingen, at dette ofte vil være tilfældet.

#### 2.4.3. Børsmyndigheder og Finanstilsyn

Aktieselskaber er som nævnt foran afgrænset i forhold til anpartsselskaber ved, at aktieselskaber – og kun aktieselskaber – kan udbyde kapitalandele til offentligheden, jf. selskabslovens § 1, stk. 3. Selskaber, der udbyder aktier til handel på et reguleret marked eller på en multilateral handelsfacilitet,<sup>37</sup> er ud over selskabsloven undergivet et *børsretligt regelsæt*, som indtil 1. januar 2018 var samlet i værdipapirhandelsloven med tilhørende bekendtgørelser m.v. Nu findes reglerne i lov om kapitalmarkeder m.v., jf. nærmere nedenfor i kap. 3.2. Når et selskab ønsker at blive børsnoteret, og når dette er sket, er selskaberne underlagt det børsretlige regelsæt og et løbende tilsyn med, at reglerne overholdes. Regeludstedelse og tilsyn foretages dels af det pågældende marked, i Danmark Nasdaq Copenhagen, dels af *Finanstilsynet*, herunder *Finanstilsynets bestyrelse*. Markedspladsen skal sørge for, at handelen med børsnoterede værdipapirer foregår på en redelig og gennemskuelig måde, og den skal påse, at udsteder og værdipapirer m.v. overholder kapitalmarkslovens børsretlige regler.

37. Se definitionen heraf i kapitalmarkslovens (KML) § 3.

Finanstilsynet har – i modsætning til Erhvervsstyrelsen<sup>58</sup> – en omfattende og ikke nærmere konkretiseret beføjelse til at udstede regler, der supplerer grundreglerne i kapitalmarkedsloven, jf. nærmere nedenfor i kap. 3.2.

Finanstilsynet varetager tilsynet med værdipapirmarkedet efter de nærmeste regler i kapitalmarkedslovens kap. 37, §§ 211 og følgende. Finanstilsynets afgørelser kan indbringes for Erhvervsministeriets Erhvervsanklæg, jf. kapitalmarkedslovens § 232.<sup>59</sup> Dette gælder dog ikke, hvis Finanstilsynet har truffet afgørelse som ankeinstans for en afgørelse truffet af en markedsplads mv. I disse tilfælde må Finanstilsynets afgørelse indbringes for domstolen, jf. KMI, § 233, stk. 2.

Finanstilsynet fører endvidere som administrativ myndighed tilsyn med hele den finansielle sektor. Finanstilsynets opgaver og beføjelser i så henseende er fastlagt i lov om finansiel virksomhed 65 344 og følgende, jf. nærmere nedenfor i kapitel 3.

Finanstilsynets arbejde er i de senere år i stigende grad påvirket af de pan-europiske tilsynsmyndigheder ESMA, EBA og EIOPA,<sup>60</sup> som har en stigende indflydelse på de EU-rede regeludstedselser indenfor henholdsvis værdipapirhandelsretten, bankretten og forsikrings- og pensionsretten, jf. nærmere nedenfor i kapitel 3.2.

## 2.5. Økonomisk effektivitet og bekämpelse af misbrug

Corporate governance-debatten har med stor styrke sat fokus på, hvorvidt selskabslovene er indrettet således, at de medvirker til at fremme virksomhedernes økonomiske effektivitet. Ønsker om frihed og fleksibilitet i reguleringen har skubbet udviklingen væk fra restriktive og detaljerede lovreg-

58. Se om forholdet mellem de aktiekontrolsrigtige og de bestyrelsesrigtige regler, herunder om kompetence til regelindelserne Paul Kriger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, *Borsretten*, 6. udg., 2019, p. 181 ff.

59. Se nærmere om disse bestemmelser Jesper Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven*, 2020, p. 1025 ff.

60. De pan-europiske tilsynsmyndigheder i deres nuværende skikkelse blev etableret i 2010 ved en række forordninger, jf. Forordning (EU) nr. 1095/2010 vedr. etableringen af European Securities and Markets Authority (ESMA), Forordning (EU) nr. 1093/2010 vedr. etableringen af European Banking Authority (EBA) samt Forordning (EU) nr. 1094/2010 vedr. etableringen af European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA). Forordningerne blev revideret ved Forordning (EU) 2019/2127 af 15. december 2019. Om tilsynsstruktur se også Jesper Lau Hansen i NTS 2011:4 p. 72 f.

ler. I stedet har der været lagt vægt på deregulering og forenkling på lovgivningsplanet med et supplement af blødere regulering i form af codes og anden selvregulering.

Selskabsrettens oprindelige karakter af misbrugslovgivning trådte mere og mere i baggrunden, indtil den amerikanske Enron-skandale og efterfølgende skandalet på ny viste et behov for regulering og kontrol med selskaberne forhold. Skandalet førte i USA til vedtagelsen af den såkaldte *Sarbanes-Oxley Act* i 2002. Sarbanes-Oxley Act indeholder regler, der skal sikre gennemsigtighed om selskabets og ledelsens forhold, regler om den interne kontrol i selskaberne, øgede krav til regnskaberne kvalitet, krav om uafhængige revisionsudvalg og øget tilsyn med selskabets revisorer. Rammereglerne i Sarbanes-Oxley Act suppleres i USA af detailregler, der fastsættes af det amerikanske berstilsyn, SEC. Som en konsekvens af finanskrisen er en lang række særegler om finanzielle selskaber ligeledes blevet vedtaget – i USA såvel som i EU.

Den gennemgående europæiske holdning til de amerikanske selskabsretlige skandalet har været en vis tro på, at lignende skandalet ikke kan forekomme i Europa. Denne tro blev dog afsvækket noget efter bl.a. den italienske Parmalat-skandale i 2010, hvor selskabets stifter blev idømt 18 års fængsel for sin rolle i selskabets kollaps.

Enron-skandalen har alligevel trukket spor i den europæiske udvikling. EU-Kommissionen har dog taget afstand fra at foreslå detaljerede regler à la Sarbanes-Oxley Act, men Kommissionens første handlingsplan indeholdt en række elementer, som sigter mod de samme problemområder, som reguleres i Sarbanes-Oxley Act.<sup>61</sup> Overordnet foretrækkes det at anvende krav om oplysningsfrem for regulering i lovsform. Handlingsplanen fra 2003 foreslog således en årlig afrapportering af selskaberne corporate governance-status, øgede krav om uafhængige bestyrelsesmedlemmer og anvendelse af bestyrelseskomitéer og udvidede regler om ledelsesansvar. Disse forslag er opfyldt eller på vej til at blive opfyldt jf. foran.

Enron-skandalen m.fl. handlede om grædighed og svindel blandt de største selskaber. Grædighed og svindel forekommer imidlertid på alle planer. Misbrug af selskaber til økonomisk kriminalitet har tidligt bl.a. været genstand for undersøgelse i *Savona-rapporten* (Transparency and Money Laundering, Study of the Regulation and its Implementation, in the EU Member States, that obstruct Anti-Money Laundering International Co-operation, oct. 2001).

61. Sarbanes-Oxley Act har også direkte virkning for en del danske selskaber. Selskaber, hvis aktier er noteret på en amerikansk bors (Leks. Novo), skal således overholde reglerne i Sarbanes-Oxley Act, jf. herved *Rune Bech* i NTS 2009:1/2 p. 88 f.

Der har i de senere år i det hele taget været en stigende fokus på hvidvask, råder og forebyggelsen heraf. Senest er lovgivningen ændret og udbygget ved lovbdg. nr. 1782 af 27. november 2020 (hvidvaskloven) om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme. Loven definerer i § 3 hvidvask som »berettiget at modtage eller skaffe sig eller andre del i økonomisk udbytte eller midler, der er opnået ved en strafbar lovovertrædelse«, »berettiget at skjule, opbevare, transportere, hjælpe til afhændelse eller på anden måde efterfølgende virke til at sikre det økonomiske udbytte eller midlerne fra en straffer lovovertrædelse eller »forsøg eller medvirken til sådanne dispositioner«. Loven pålægger pengeinstitutter og andre finansielle institutioner at forebygge og indberette (forsøg på) hvidvask til Finanstilsynet. Særlig kendt er Danske Banks hvidvaskang. Finanstilsynet har i 2020 udsendt en revideret vejledning om hvidvaskloven. Vejledningen indeholder bl.a. ændringer vedrørende indhentelse og kontrol af identitetsoplysninger på reelle ejere. For selskaber og andre juridiske enheder er den reelle ejer defineret som »den eller de fysiske personer i en juridisk enhed, der i sidste ende direkte eller indirekte ejer eller kontrollere en tilstrekkelig ejerandel eller stemmerettighed over den daglige ledelse, hvis der ikke kan identificeres personer af overstående karakter, jf. hvidvasklovens § 3, stk. 1, nr. 9.

Finanskrisen synliggjorde nye eksempler på grædighed og svindel. Betenkningen om modernisering af selskabsretten blev til, inden finanskrisen før alvor slog igennem. Beskrivningen indeholder (derfor) ikke særsomite vurderinger af, hvorvidt de seneste udviklinger har påvirket selskabsløvgivningen. De senere generaliserede bestemmelser i ARL § 99 a nævner bl.a., at selskabene skal redegøres for åbnetholdelse af korruption i deres forretningsstrategi og forretningaktiviteter. Et af midlene hertil kan være indforelse af en whistleblowerordning. Anbefalinger for god Selskabsledelse indeholder i afsnit 5.2 en anbefaling om, at det overvejes at indføre en whistleblowerordning. Nogle af de store danske selskaber har etableret en sådan ordning.<sup>62</sup>

62. Se hertil den udførte rapport fra whistleblowerordningen af Hanne Sandviggaard Kirkmae i NTB 2011/4 p. 59 f. En obligatorisk whistleblower er indført i revisionsvirksomheder som led i revisionsvirksomhedernes kvalitetssikringsystem, jf. revisorlovens § 24 a. EU har i 2019 vedtaget whistleblowerdirektivet, der bla. forpligter private arbejdsgivere med 50 eller flere ansatte til at etablere en whistleblowerordning. Direktivet skal implementeres med en frist på 2 år. Kapitalmarkedsreglerne indeholder desuden et faststillet 2 års varig ansettelse for usfordrægtig behandling eller usforderlig behandling på baggrund af indberetninger til Finanstilsynet, jf. Markedsadministrationens Artikkel 12. Se desuden almind 3.3 om Whistleblowerordninger i bemærkningerne til løsfinlæg om den nye kapitalmarkedslov samt kapitalmarkedslovens § 230 om beskyttelse af whistleblowers.

## *2.5. Økonomisk effektivitet og bekæmpelse af misbrug*

Bortset fra overvejelserne vedrørende de mulige misbrug af SMBA-selskabsformen som en del af baggrunden for indførelsen af iværksætterselskabet indeholdt forarbejderne til de i 2013 gennemførte ændringer i selskabsloven ikke generelle overvejelser om de eventuelle virkninger af finanskrisen. Forarbejderne forholdt sig bl.a. ikke til Kommissionens seneste handlingsplan. Dette hænger klart sammen med, at der var tale om en lovbestemt 2-års evaluering af selskabsloven. Som senere eksempler på imødegåelse af misbrug kan nævnes forbuddet i 2015 mod udstedelse af ihændehaveraktier samt reglerne om registrering af reelle ejere, jf. herom nedenfor i kap. 6.1.4. Hensynet til at modvirke misbrug var klart en del af baggrunden for afskaffelsen af iværksætterselskabet i 2019. Læser man Erhvervsstyrelsens Årsberetning 2019, fremgår det klart, at det såkaldte »kontroltryk« skal øges i de kommende år. Det siger således bramfrit i årsberetningens forord: »Nogle udnytter virksomheder til at svindle. Det går både ud over staten – og dermed skatteborgerne – og andre virksomheder. Vi forebygger svindel ved at skabe gennemsigtighed om bl.a. ejerstrukturer og selskabs- og regnskabsindberetninger. Og vi arbejder på at stoppe dem, der ikke ønsker at overholde lovgivningen. Det gør vi i samarbejde med andre myndigheder bl.a. skatteforvaltningen og politiet.« Årsberetningens proklamation om et øget kontroltryk er realiseret ved den såkaldte kontrolpakke i 2020. Se nærmere herom foran i punkt 2.4.1.

Den formydede opmærksomhed på misbrug har på adskillige områder sat sig spot i den øvrige lovgivning. Et konkret eksempel er opstramningerne i revisorloven vedrørende revisors uafhængighed og lovens regler om anmeldelsespligt og senest pligten til at have revisionskomiteer i selskaber, hvis aktier handles på et reguleret marked, jf. nærmere herom nedenfor i kap. 13.2. Disse opstramninger modvirkes i nogen grad af de seneste lempelser af revisionspligten for de mindste virksomheder jf. nedenfor i kap. 13.2.6.



## Selskabsloven omfatter forskellige selskabstyper

### 3.1. Funktionsdelingen mellem aktieselskaberne og anpartsselskaberne

Indtil 1973-lovene havde Danmark et enkeltstrenget system, hvor de virksomheder, som valgte aktieselskabsformen, med enkelte modifikationer var undergivet samme regler. I forbindelse med lovrevisionsarbejdet blev det diskuteret, om en deling af selskabsreglerne efter kriterier af mere funktionel art var *hensigtsmæssig*. EF-tilslutningen gjorde en deling *nødvendig*, fordi alle EF(EU)-lande har en opdeling mellem aktieselskaber og selskaber af GmbH-typen. Opdelingen i aktieselskaber og anpartsselskaber udgjorde den danske tilpassning til dette dualistiske system.<sup>1</sup>

Anpartsselskabslovens regler hvilede funktionelt på den forestilling, at anpartsselskaberne er *smaa selskaber* regnet efter *deltagerantal* og/eller *kapital*. Det typiske anpartsselskab kan være en håndværksvirksomhed, en mindre industrivirksomhed eller en detailforretning, virksomheder, som ellers typisk ville være enkeltmandsforetagender eller være organiseret som interessentskaber. Anpartsselskabsformen bliver i disse virksomheder ofte valgt, fordi hæftelsesbegrensningen muliggør en risikobegrænsning, som kan holde både ejerne som personer og privatformuen uden for risikoen ved at drive virksomhed. En konkurs vil alene ramme selskabet. Den vil ikke tvinge indehaveren fra hus og

1. I forbindelse med tilpassningen af de øvrige nordiske landes selskabslove til EU-reglerne er der som nævnt gennemført tilsvarende opdelinger i Sverige, Finland, Norge og Island. Sverige og Finland har en opdeling i *privata og publica aktiebolag*, Norge sondrer mellem *aktieselskaper* og *allmennaksjeselskaper (AS)*, henholdsvis *ASA*. Island har ligeledes to selskabsformer svarende til aktie- og anpartsselskaber (på islandsk henholdsvis *hlutafélag* og *einkahlutafélag*). Danmark, Norge og Island valgte en regulering i to selvstændige love, dvs. den tyske lovmødel. Sverige og Finland har, ligesom England, kun én *aktiebolagslov*. Med selskabsloven af 2009 fulgte Danmark Sveriges og Finlands eksempel.

hjem, og den vil ikke afskrive den pågældende fra på ny at drive virksomhed, i andre tilfælde er det primært skattemæssige overvejelser, der begrunder valget.

Den funktionelle karakteristik af de typiske anpartsselskaber gælder formel, men er ikke grundlaget for selskabslovens sondring mellem aktieselskaber og anpartsselskaber. Det er en nogen stærre og mindre forskelle mellem reglene om aktieselskaber og anpartsselskaber. Den definitoriske forskel står i selskabslovens § 1, stk. 2, nemlig at anpartsselskaber ikke kan udbyde kapitalandele til offentligheden. Anpartsselskaber kan således ikke børsnoteres, jf. nærmere nedenfor i punkt 3.2. Hvis selskabet ikke behov for dette, kan det frit vælge mellem aktieselskabs- og anpartsselskabsformen. Det behøver således ikke udelukkende at være små selskaber, der vælger anpartsselskabsformen. Hvis et stort selskab finder anpartsselskabsformen hensigtsmæssig som organisatorisk ramme, har det frid til at vælge denne selskabsform. Omvendt kan mindre virksomheder også se fordele i at vælge aktieselskabsformen, f.eks. fordi virksomheden vurderer, at denne selskabsform signalerer en større grad af solidaritet og/eller seriøsitet. Hverken ændringen af anpartsselskabsloven i 1996 eller senere ændringer medførte en ændring i dette forhold. Forholdet er heller ikke ændret med selskabsloven af 2009, jf. nærmere nedenfor.<sup>2</sup> Der kan således blandt anpartsselskaberne findes betydelige virksomheder målt efter kapital.

Nogle væsentlige forskelle, som i øvrigt følger af opdelingen mellem aktieselskaberne og anpartsselskaberne, er følgende:

- a. Forskellen i kravene til minimumskapitalen; 40.000 kr. for anpartsselskaber (1 kr. i de ikke mere tilladte iværksætterselskaber) og 400.000 kr. for aktieselskaber. De helt små selskaber må vælge anpartsselskabsformen.
  - b. Kun aktier kan være udstodt til ihændehaveren (kun vednrende aktier udstodt før 1. juli 2015, jf. nedenfor i kap. 6.1.2). Dette har bl.a. betydning vedrørende aktiernes negotiabilitet samt muligheden for at have vedtægtsmæssige omsætningsbegrenster. Der kan således ikke i vedtagterne fastsættes omsættelighedsbegrænsninger for ihændehaveraktier.
- 
2. Jf. om anpartsselskabsloven Beslutning 1251:1993 p. 43 f. Bemærkningerne til de senere ændringer i aktie- og anpartsselskabslovene anfører, at forslagene "har til hensigt at målrette selskabsformen i forhold til lovens oprindelige formål, om at skabe en selskabsform, der er særlig egnet for mindre virksomheder med få ejere", jf. FT 2005-6 till. A sp. 1977. Moderniseringsbeslutningen nr. 1498:2008 overvejede, om man kunne eller burde målrette anpartsselskabsformen mere til de små selskaber på grundlag af en sondring efter nogle objektive parametre, såsom en bredere ejerkreds, større kapital eller flere medarbejdere. Udvalget – og loven – fravalgte dog denne mulighed, jf. nærmere i beslutningen p. 32 f.

- c. Berørte selskaber kan som nævnt kun vælge aktieselskabsformen, og deres kapital er derfor opdelt i aktier.
- d. Anpartsselskabernes organisation kan være enkel: Der behøves ingen bestyrelse eller tilsynsråd i anpartsselskaber uden medarbejderrepræsentation, jf. SL § 111. Anpartsselskaber kan i øvrigt frit velge, om de vil have en direktion eller bestyrelse/tilsynsråd eller begge dele.

«Opadac indeholder selskabsloven en række særegler, der alene gælder for berørte selskaber m.v., jf. nedenfor i punkt 3.2.

Reglerne om anpartsselskaberne blev med 1996-revisionen forenklet eller lempet, hvor man skønede, at dette kunne ske ud fra de til grund liggende forestillinger om anpartsselskabers karakter. Dette indebærer, at de deklaratoriske rammerregler på flere punkter gav stor frihed til at indrette anpartsselskabet efter deltagernes ønsker.

Ved indførelsen af anpartsselskabet i 1973 var lovgiveren opmærksom på, at (for) lempelige krav til reglerne om kreditorbeskyttelse og beskyttelse af minoriteter kunne give anledning til misbrug af selskabsformen, således som også erfaringer fra udlandet viser. Derfor var 1973-lovenes regler på disse punkter i vidt omfang identiske. Dette grundsynspunkt blev opretholdt ved 1996-revisionen. På visse punkter skærpede anpartsselskabsloven af 1996 endog de regler, der beskytter kreditorer og minoriteter. Med de senere lovdendringer blev en af de væsentligste skærpelser, nemlig retableringspligten i kapitalabsreglen i anpartsselskabsloven dog ophævet. Reglen er nu den samme i begge selskaber, jf. straks nedenfor.

Selskabsloven af 2009 har i en lang række tilfælde ophævet forskelle mellem reguleringen af aktieselskaber og anpartsselskaber. Af forskelle, som er ophævet, kan bl.a. nævnes, at det nu i alle kapitalselskaber – og ikke som hidtil kun i anpartsselskaber – er tilladt at have kapitalandele *uden stemmeret*, jf. selskabslovens § 46. *Almindelige vedtægtsændringer* kunne i anpartsselskaber gennemføres med det flertal, som selskabets vedtægter bestemte. Nu er reglene de samme, se SL § 106. Selskabsloven af 2009 har som nævnt som et hovedprincip ikke at overimplementere EU-regler. På nogle punkter, hvor anpartsselskabslovens regler har været mere fleksible, er reglerne om aktieselskaber lempet, således at reglerne er ens. De fleste EU-direktiver gælder ikke for anpartsselskaber. Det står derfor lovgiver frit at lempre reglerne for anpartsselskaber, hvor dette skønnes forsvarligt. Hovedreglen i selskabsloven er imidlertid, at loven omfatter kapitalselskaber, dvs. både aktie- og anpartsselskaber. Det skal således fremgå af den enkelte bestemmelse, om der gælder noget særligt for et aktie- eller anpartsselskab. I det følgende nævnes nogle eksempler herpå.

Den mindretalslov, der giver adgang til indkaldelse af ekstraordinær generalforsamling, er i aktieselskabet 5 %, mens enhver anpartshaver kan få lange indkaldelse, jf. selskabslovens § 89.

Selskabsrevision er efter de seneste lovgændringer forbeholdt revisorer, der er godkendt efter revisorloven, typisk statsautoriserede revisorer, jf. ARL § 135 a, jf. samme lovs § 3. Revisionen af borsnoterede og statslige aktieselskaber (dvs. selskaber, der skal udarbejde årsrapport efter reglerne for regnskabsklasse D, jf. ARL § 7, stk. 1, nr. 4), varetages typisk af de statsautoriserede revisorer, jf. ARL § 135 a, stk. 2, (mindst én revisor skal være statsautoriseret) og nærmere nedenfor i kap. 13, men loven sondrer i øvrigt ikke mellem de to revisorgrupper. Anregnskabsloven sondrer i øvrigt ikke mellem aktie- og anpartsselskaber, idet inddelingen i regnskabsklasser beror på selskabets størrelse jf. ARL § 7 og nedenfor i kap. 13.

De præceptive beskyttelsesregler var tidligere på enkelte punkter lempeliggere for anpartsselskaberne. Med hensyn til de kreditorbeskyttende regler var det imidlertid et generelt synspunkt i forbindelse med den lempelse af kapitalkravet, som skete med 1996-loven, at betalingen herfor måtte være en stramning af de regler, som sikrer kapitalens indbetaling og senere tilstedeværelse. Således blev kravenc om foretagelse af en uvildig vurdering af apportindskud ved stiftelse og ved kapitalforhøjelser samt i forbindelse med efterfølgende erhvervelser fra en stifter eller anpartshaver samt forskrifterne i aktieselskabslovens fusionssregler (AL § 134 c) om en uvildig udtalelse om fusionplanen i anpartsselskabsloven brugt på niveauet med aktieselskabslovens regler.

På et ikke uvæsentligt punkt indførtes ved lovrevisionen i 1982 en strengere regel i anpartsselskabsloven end den tilsvarende i aktieselskabsloven. I AL § 69 a blev indført en regel om pligtmæssig afholdelse af generalforsamling i tilfælde af alvorligt kapitaltab (½ af aktiekapitalen). Efter den dagdærende APL § 85 a, stk. 2, føjedes her til en pligt til retablering af kapitalen og en oplossningsudgång for Ethvervstyrelsen i tilfælde, hvor selskabet ikke tager skridt til at retablere minimumskapitalen. For en del anpartsselskaber skabte denne regel alvorlige problemer. Med ændringsloven i 2006 skiftede lovgiver kurs. Det bærende synspunkt i denne reform var lettelse af ethvervalivets byrde. Det anføres således i bemærkningen til loven, at "reglerne om kapitaltab er en væsentlig bynde til pålægge et selskab, som i forvejen har økonomiske problemer. Det foreslås derfor, at anpartsselskabsloven tilpasses aktieselskabslovens 69 a."<sup>2</sup> Dette skete, og selskabsloven af 2009 har ikke ændret i dette. Se selskabslovens § 119 og nedenfor i kapitel 8.3.

3. FT 2005-06 till. A 1792.

Med hensyn til erhvervelse af egne anpartier indeholder aktieselskabsloven dog fortsat en mere restriktiv regel, idet såvel tegning som erhvervelse og besiddelse af egne anpartier helt var forbudt. En af de vigtigste liberaliseringer i selskabsloven af 2009 er, at egne anpartier nu er tilladt i samme omfang som egne aktier, jf. nedenfor i kap. 8.4.

Rundt omkring i selskabsloven kan man i øvrigt finde bestemmelser, som indeholder templer vedrørende anpartieselskaber. Ofte fremgår det direkte af bestemmelserne, men undertiden ved at der skal sluttet modsatningsvis fra regler, der gælder for aktieselskaber. Eksempler på det sidstnævnte er reglerne om efterfølgende erhvervelser i selskabslovens §§ 42 og følgende, bestemmelserne om valg af formand og afholdelse af møder i bestyrelsen i §§ 122 og 123 og reglerne om vurderingsberetning om apportindskud ved fusion og spaltning, jf. §§ 240 og 258.

## 3.2. Børsnoterede selskaber m.v.

### 3.2.1. Reguleringen

Under 200 af de største danske aktieselskaber er optaget til handel på et regulert marked.<sup>4</sup> Populært kalder man stadig disse selskaber for børsnoterede selskaber. Børsnoterede selskaber er aktieselskaber og er som sådan undergivet selskabslovens almindelige regler. Selskabsloven indeholder en række særegler om disse selskaber. Således i § 114 (forbud mod arbejdende bestyrelsesformand), i § 102, stk. 4 (oplysningspligt på generalforsamlingen vedrørende skriftlige spørsmål) og bestemmelser om møde- og stemmeret på generalforsamlinger, jf. § 80, stk. 4 (fildmagtsblanket m.fl.). Ved implementeringen af takeoverdirektivet i 2005 skete der endvidere ændringer i såvel den davaerende aktieselskabslov som i børsreglerne. Takeover-reglerne findes i dag i selskabslovens kapitel 18.<sup>5</sup>

4. Jf. definitionen heraf i kapitalmarkedslovens § 3, stk. 1, nr. 2. Herudover er en række små og mellemstore aktieselskaber optaget til handel på den multilaterale handelsplads First North, jf. definitionen heraf i § 3, stk. 1, nr. 3. Den tidligere selvstændige Københavns Fondsbørs A/S blev i 2005 overtaget af Stockholm-børsen OMX og senere – i 2008 – sammensluttet med den amerikanske børs Nasdaq. Navnet er nu Nasdaq Copenhagen.
5. Med EU-Kommissionens rapport fra 2012 om implementeringen af takeoverdirektivet og den efterfølgende offentliggørelse af Finanstilsynets bekendtgørelse om overtagelsesstilbud, nr. bkg. nr. 1171 af 31. oktober 2017 med tilhørende takeovervejledning, er der sat foreløbig punktum for revisionen af de danske regler om takeover, jf. COM(2012) 347 endelig samt Vejledning nr. 9849 af 3. oktober 2018. Se nærmere om de danske takeover-regler i eksemplivs *Jarl Philip Øster, Overtagelsesstilbud*.

De sterlige regler om borsnoterede selskaber findtes tidligere i værdipapirhandelsloven, med tilhørende bekendtgørelser m.v. Loven blev pr. 1. juni 2018 erstattet af lov om kapitalmarkeder, jf. nedenfor.

Den første værdipapirhandelslov fra 1995 afløste den tidligere fondsborsloven. Denne tidlige fondsborslov blev revideret væsentligt ved en ændringslov i 1986. Denne lov gennemførte den første fondsborsreform, som blev foretaget i Industriministeriets rapport Fondsbersreform, oktober 1985. Formålet med reformen var at styrke Børsens funktion som formidler af kapital til erhvervslivet. Bestrebelsen i denne retning er fortsat. Der skete i de efterfølgende år en kraftig udvikling på det børsretlige område; der blev afgivet flere betænkninger, og der fandtes en livlig faglig debat om Fondsbersens rette indretning og funktion.<sup>6</sup> En gennemgribende revision af de børsretlige regler blev gennemført med vedtagelsen af værdipapirhandelsloven af 1995. Denne revision betegnes sædvanligvis som Børsreform II.<sup>7</sup> Værdipapirhandelsloven blev i begyndelsen af indeværende århundrede ændret flere gange, primært som en konsekvens af EU-retlige tiltag. Væsentlige ændringer skete bl.a. ved lov nr. 250 af 27. april 1999, som bl.a. ændrede reglen om overtagelsesstilbuds i Vphl. § 31 som følge af den såkaldte Tele Danmark-sag<sup>8</sup> og ved ændringer ved lov nr. 427 af 6. juni 2002, som ændrede kompetenceforholdene mellem de tilsynsførende myndigheder og indførte regler om et insiderregister. Større revisioner af loven skete endvidere i 2005 i forbindelse med implementeringen af EU's prospektdirektiv, direktivet om markedumisbrug, takeoverdirektivet og som en følge af MiFID-direktivet 2004/39/EF. Ændringerne i begynd-

bestyrkelsesmønstre og interessekonflikter. NTS-4 2015, pp. 64-76 samt Paul Krøger Andersen, Niels Juel Clausen, Jesper Lau Hansen, Børsretten 6. udgave, 2019, kapitel 8.

6. Hf. herom nemmest Beslutning 1216/1991 Insiderhandel, som bl.a. gav grundlaget for ændringerne i fondsborslovens § 39 og Beslutning 1230/1992, Borsnoterede selskaber.
7. Hf. således tilten på den til gengod ligende beslutning nr. 1290/1995. Beslutningens omfatte fire bind, selv om betegningen findes i bind 1 og 2, bind 3 er tilagt, og bind 4 indeholder lovfortrag. Børsenes under værdipapirhandelslovens regime er behandlet i flere fremstillinger, nemlig Paul Krøger Andersen & Niels Juel Clausen, Børsretten, 5. udg., 2017, Schoubye, Müller og Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, 5. udg., 2012, Werlauff og Møller, Værdipapirhandelsloven, 2007, samt Jesper Lau Hansen, Værdipapirhandelsloven med Kommentarer I-II, 2011. Se om Kobenhavns Fondsbors' og vigtige udenlandske fondsbørsers udvikling Jesper Lau Hansen, Fondsbørs - Aspekter af en børsretlig fondsbørsning, 1999. De børsretlige informationssregler er behandlet i Jesper Lau Hansen, Kapital, Informationsretning, 2001 (bl.a. anf. af Paul Krøger Andersen i NTS 2001-4 p. 37ff).
8. Hf. herom bl.a. Peer Schoubye-Müller & Erik Werlauff U 1998B, p. 1 f.

deben af dette århundrede havde et omfang, så de kan betegnes som en *Borsreform III*.

Som en konsekvens af finanskrisen har den børsretlige regulering været underlagt nye store reformer – en *Borsreform IV*. Af stor betydning kan her nævnes det nye MiFID II-regime<sup>9</sup> og markedsmisbrugsregimet,<sup>10</sup> som begge indeholder et direktiv, en forordning og en lang række underliggende detaljeregler. Som en konsekvens af de nyeste EU-retlige lovgivningsregimer blev værdipapirhandelsloven erstattet af lov om kapitalmarkeder pr. 1. januar 2018, nu lovbg. nr. 1767 af 27. november 2020.<sup>11</sup>

At et selskab vælger at blive børsnoteret, indebærer, at selskabet får en særstatus, hvilket på mange måder påvirker selskabets forhold. Denne status giver selskabet *fordele*, først og fremmest på finansieringssiden, men også på den kommercielle side. På den anden side medfører børsnoteringen en række specielle *pligter*, som skal opfyldes, og børsnotering stiller generelt selskabet i en position, hvor det er genstand for almindelig offentlig interesse og opmærksomhed. I et selskabsretligt perspektiv må det fremhæves, at den struktur, som karakteriserer de børsnoterede selskaber, indebærer, at en række af de almindelige selskabsretlige problemstillinger får en særlig karakter, når de skal belyses ud fra de børsnoterede selskabers forhold.

Det kan diskuteres, hvorledes særeguleringen af de børsnoterede selskaber bedst foretages. Vanlig kan man spørge, om reguleringen bedst foretages i den specielle *borslovgivning* – nu kapitalmarksloven m.v. – eller i den generelle *selskabslovgivning*. Værdipapirhandelsloven hvilede på den opfatelse, at vindforelsen af en værdipapirhandelslov ... ikke (betyder), at særegler om børsnoterede selskaber fremover skal være placeret i denne lov. De

9. MiFID II-direktivet 2014/65/EU indeholder regler om tilladelse til og drift af markedspladser (regulerede markeder, multilaterale handelsfaciliteter og organiserede handelspladser) og dataudberetningsstjenester, mens MiFIR Forordning (EU), nr. 600/2014 indeholder regler om organiseringen af handlen, herunder gennemgångsbedømninger. Se om MiFID I bl.a. Jesper Lau Hansen i ET 1/2007 p. 15 ff., og om MiFID I og II Peter Krüger Andersen i NTS 2013:3 og om MiFID II, samme EU Trading Venues, Competition, The Financial Crisis and MiFID II, 2018. Se endvidere for en generel gennemgang af MiFID II-regimet eksempelvis Niamh Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, 2014, kapitel 4-6. Reglerne i MiFID II-regimet er fordelt mellem et direktiv, der primært vedrører investorbeskyttelsesregler samt vilkhrene for drift af investeringsservicevirksomhed og markedspladser, og en forordning, der regulerer selve handlen med værdipapirer.
10. Markedsmisbrugsforordningen, Forordning (EU) nr. 596/2014.
11. Loven er kommenteret i Erik Werlauff, Dan Moalem og David Moalem, Kapitalmarksloven med kommentarer, 2018, samt Jesper Lau Hansen, Kapitalmarksloven, 2020.

skal som i dag findes i selskabsloven og årsregnskabsloven.<sup>12</sup> Kapitalmarkedsloven har ikke ændret på dette. Selskabsloven af 2009 indeholder, i overensstemmelse med lovens byggeklodsopbygning, en række særegne regler om offentligt handlende selskaber.<sup>13</sup> Direktivet om aktionærrettigheder i borsnoterede selskaber 2007/361/EU og ændringerne heri i 2017 ved direktiv 2017/828/EU er således implementeret i selskabslovens kap. 6 om generalforsamlingen, i reglerne om identifikation af aktionærer i selskabslovens § 49 a og i reglerne om vederlagspolitik og opstilling af måltal for det underrepræsenterede kon i selskabslovens §§ 139 og følgende. Dele af takeoverdirektivet 2004/25/EU er implementeret i selskabslovens kap. 18, §§ 338 og følgende om den såkaldte gennembrudsregel. De øvrige regler om overtagelsestilbud står i kapitalmarkedslovens kap. 8, §§ 44 og følgende, se herom nedenfor i kap. 16.8.

På trods af ovenstående findes en stor del af de regler, som de borsnoterede selskaber er underlagt, andre steder end i selskabsloven. De er i stedet spredt over forskellige love og bekendtgørelser. Kapitalmarkedsloven med tilhørende regelset udgør den vigtigste lov. Bestemmelserne i kapitalmarkedsloven suppleres<sup>14</sup> bl.a. af bekendtgørelse nr. 1170 af 31. oktober 2017 om betingelserne for optagelse til officiel notering af værdipapirer på en fondsbors (betingelsesbekendtgørelsen) samt Forordning (EU) 2017/1129 – prospektforordningen – og de hen til delegerede retsakter. Reglerne i kapitalmarkedsloven om overtagelsestilbud suppleres endvidere af bekendtgørelse nr. 636 af 15. maj 2020 om overtagelsestilbud (takeoverbekendtgørelsen). Handelen med værdipapirer er regulert af bkg. nr. 917 af 6. juli 2017 om værdipapirhandlernes udførelse af ordre, som bl.a. indeholder kravet om *best execution*, dvs. et princip om, at værdipapirhandlere skal sikre den bedst mulige pris og betingelser for en værdipapirhandel, som de foretager på vegne af

12. Jf. lovbenærtningerne til Vphl. § 29. På et enkelt punkt, nemlig vedrørende storaktionærers oplysningspligt, blev en regel flyttet fra aktieselskabsloven til værdipapirhandelsloven. Den hidtidige regel i AL § 28 c blev overflyttet til Vphl. § 29. Baggrunden herfor var, at samtlige regler om libende oplysningspligt for borsnoterede selskaber dermed kunne samles i Vphl. kap. 7. Reglerne står nu i kapitalmarkedslovens §§ 38-40, se henv. soneti Jesper Lau Hansen, Kapitalmarkedsloven, 2020, p. 320 ff. og Paul Krüger Andersen, Nis. Jøl Claessen og Jesper Lau Hansen, Børretten, 6. udg., 2019, p. 457 ff.
13. Jf. herved Moderniseringsbestemningen nr. 1498/2008, p. 33 f.
14. For en løbende opdatering af relevante bekendtgørelser på det bestregte område henvises til Finanstilsynets hjemmeside, [www.finanstilsynet.dk](http://www.finanstilsynet.dk).

deres kunder.<sup>15</sup> En række sætregler for de selskaber, som har værdipapirer optaget til handel på en markedsplads, findes også i årsregnskabsloven.<sup>16</sup> Endelig er de børsnoterede selskaber underlagt et sæt af *Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares*. Disse regler er udarbejdet af bestyrelsen for Børsen i medfor af bemyndigelsen i kapitalmarkedslovens § 222 og har således en privatretlig såvel som en offentligretlig karakter. Pligtens til at forholde sig til Anbefalinger for god Selskabsledelse fremgår også af Main Market Rulebook, Part F. Udstederreglerne indeholder primært Børsens krav for optagelse af finansielle instrumenter til handel på et reguleret marked, jf. kapitalmarkedslovens § 75.

Kapitalmarkedsloven er en sædeles omfattende og bred lov, som i 43 kapitler og 263 paragraffer indeholder meget forskelligartede regler. Loven har ikke nogen entydig placering i det juridiske system. Den fremstår som en blanding af *offentligretlig regulering* af forvaltningsmæssig karakter, af *enhversmæssig selvregulering* og af *privatretlig (formueretlig) regulering*. Kapitalmarkedsloven fastsætter hovedprincipper for værdipapirmarkedets aktører og for værdipapirhandel, mens de detaljerede regler er fastsat på bekendtgørelsес- og vejledningsniveau – primært af Finanstilsynet, jf. ovenfor. Finanstilsynets og fondsborsernes regelsæt udstedes på grundlag af en række bemyndigelsesbestemmelser, navnlig i kapitalmarkedsloven.

Lovens anvendelsesområde og en lang række definitioner fastlægges i lovens kapitel 1. Fielies bestemmelser om værdipapirmarkedets aktører opstilles i lovens afsnit II, som suppleres af detailregler om de enkelte typer af aktører og deres virksomhedsudøvelse. De regulerede markeder er reguleret i kapitel 4 og 5. Reglerne om prospekter for optagelse til handel på et reguleret marked m.v. findes i kapitlerne 3 og fælgende. Kapitel 5 indeholder oplysningsforpligtelserne for udsteder, kapitel 8 implementerer reglerne om over-

15. Se nærmere om best execution eksempelvis Peter Krüger Andersen, Time to Reduce Complexity in a Data-Driven Regulatory Agenda – Perspectives on the MiFID II Best Execution Regime, European Company and Financial Law Review, 2020, Vol. 17, Issue 6, pp. 692 ff.
16. Se nærmere om den indholdsmæssige og reguléringsmæssige afgrænsning mellem selskabsretten og børsretten Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Børsretten, 6. udg., 2019, kap. 5. Kort kan det fremhæves, at kapitalmarkedsloven – i modsætning til selskabsloven – indeholder brede bemyndigelsesbestemmelser, som giver Børsen og Finanstilsynet mulighed for at udvikle børsreglerne. (Et eksempel herpå er implementeringen af Anbefalinger for god Selskabsledelse i Main Market Rulebook). Generelt kan Børsen og Finanstilsynet derimod ikke bruge bemyndigelsesreglerne til at gennemføre regulering af selskabsretlig karakter, men grænsen kan være svær at trække.

angelsesstilbud. Reglerne for værdipapirhandlernes indberetning af handler til Finanstilsynet står nu i MiFID art. 3 og følgende. Værdipapirhandelslovens kapitel 10 vedrørende misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstalmninger til modvirkning af markedsmisbrug er erstattet af reglerne i nærmekodsmisbrugsforordningens kapitel 2, artikel 7-16, jf. Forordning (EU) nr. 596/2014. De formueretlige regler vedrørende udstedelse og omsætningen af børsnoterede aktier, obligationer m.v. – de såkaldte fondsaktiver – står i kapitalmarkedslovens kap. 34 og tilhørende regler, herunder en registreringbekendtgørelse.

Tilsammen kan man sige, at de ovenformenvne regler udgør den materielle del af børsretten, dvs. reglerne om udstedelse, omsætning, clearing og afvikling samt om finansiel sikkerhedsstillelse og registrering af rettigheder for så vidt angår værdipapirets optaget til handel på Borsen.

Borsretten omfatter også et formelt regelrat, som opstiller regler for organisation, virksomhedsudøvelse og tilsyn med de aktører, der som fondsbørs, multilaterale handelsfaciliteter, clearingscentraler, værdipapircentraler m.v. skal sikre værdipapirmarkedets funktion – værdipapirmarkedets infrastruktur. I Danmark vedrører disse regler primært Nasdaq Copenhagen, værdipapircentralen VP Securities A/S, værdipapirhandlerne og børsmæglerselskaberne, der hovedsageligt udgøres af pengeinstitutterne. (Et børsmæglerselskab er et fondsmæglerselskab, der er medlem af en fondsbørs, jf. lov om finansiel virksomhed § 9, stk. 6). Reglerne i kapitalmarkedsloven suppleres af adfærdsnormer for markedsaktørerne i såvel bekendtgørelser udstedt med hjemmel i værdipapirhandelsloven som i lov om finansiel virksomhed og tilhørende bekendtgørelser.<sup>17</sup>

### 3.2.2. De materielle børsregler

Finansiering af selskaberne via aktieemission konkurrerer med finansiering ved låneoptagelse af varierende art – fra udstedelse af konvertible obligationer som det nærmestliggende i forhold til ordinær aktieudvidelse og til inden- eller udenlandsk låneoptagning. Borsens rolle som formidler af kapital har hidtil været relativt beskedent, men har dog i de seneste år været stigende jf. foran i kap. 1.3. P.t. er cir. 150 selskaber optaget til handel på Nasdaq

17. Værdipapirhandelsloven blev tidligere suppleret af en særlig virksomhedslov, der regulerede organisation, virksomhedsudøvelse og tilsyn med de virksomheder, som formidler værdipapirhandel, børnede banker og sparekasser, realkreditinstitutter, forsikringsselskaber mm. De specielle virksomhedslove er afløst af loven om finansiel virksomhed, som senere reguleringen af den finansielle sektor i en stor lov på mere end 400 paragraffer. Seneste lovbsk. nr. 457 af 24. april 2019.

Copenhagens regulerede marked. Kun en ringe del af de selskaber, som efter størrelse har mulighed herfor, har søgt optagelse på Børsen. Dette skyldes ikke, at betingelserne for borsnotering er (for) stramme. Kapitalkravene er beskedne. Den forventede kursværdi af de aktier, som skal noteres, skal være mindst 1 mio. euro. Et langt større antal selskaber kunne efter kapitalets størrelse optages på Børsen.

En betingelse for optagelse på Børsen er, at der er en tilstrækkelig spredning af aktierne i offentligheden, således at der finder en stadig omsætning sted. Der eksisterer fortsat mange familieselskaber, både af 1. og 2. generation, som ejes af en snæver kreds af aktionærer, således at denne betingelse ikke er opfyldt. Når disse selskaber søger optagelse, kan Børsen kræve, at et passende aktiebeløb udbydes til offentligt salg. Mange ejere ønsker imidlertid ikke at afgive indflydelse eller underkaste sig den offentlighed, som borsnotering indebærer, hvis ikke de har behov for at få tilført kapital via borsnotering. Af afgørende betydning er naturligvis, om kapitalmarkedet efterspørger borsnoterede aktier, således at selskaberne kan opnå en rimelig pris på de udbudte aktier. Der er også en række andre grunde, der er forklaring på, at selskaber ikke søger borsnotering eller – hvis de er noteret – vælger at blive afnoteret. Nogle selskaber er f.eks. skuffet over markedets vurdering af selskabets værdi, og nogle selskabers aktier omsættes så sjældent, at aktierne unset borsnoteringen ikke kan betragtes som likvide. Antallet af borsnoterede selskaber er bl.a. af disse årsager faldet i de senere år.<sup>18</sup>

De børsretlige regler om aktiers optagelse til handel har til formål at sikre en betryggende kursfastsættelse og handel med aktierne. Børsmyndighederne (Finanstilsynet) og Fondsborsten (Nasdaq Copenhagen) skal virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handelen og pris-dannelsen på Fondsborsten foregår på en »betryggende og hensigtsmæssig måde«, som det overordnet siges i kapitalmarkedslovens § 89.

Forudsætningen for, at en betryggende omsætning kan ske, er, at offentligheden er orienteret om selskabernes forhold. Denne oplysningspligt gælder allerede i forbindelse med et selskabs borsnotering. Sævel kapitalmarkedsloven som prospektfordningen nr. 2017/1129 og de hertil hørende delegerede retsakter indeholder således krav om, at der i forbindelse med optagelse af aktier til officiel notering skal foreligge et prospekt med de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorer kan bedømme selskabets økonomiske stilling og aktiernes karakter. Prospektet skal indeholde en lang række oplysnin-

18. Jf. herved Paul Krüger Andersen, »Afnøtning af borsnoterede selskaber«, NTS 2000/3/4 p. 314 f. og Main Market Rulebook 2021, Supplement part 6 om *listing som særaktion*.

ger, der er nærmere specifiseret i bekendtgørelsen og forordningen. Prospectet udføres af selskabet med bistand af rådgivere, som selskabet vælger. Såvel selskabet som rådgivere kan blive erstatningsansvarlige, såfremt prospektet ikke er retværdigt.<sup>19</sup>

Når et selskab er borsnoteret, skal det løbende offentliggøre alle oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kundanmeldelsen på aktierne. Det er en central forpligtelse for de borsnoterede selskaber løbende at stille oplysninger til rådighed for markedet, således at emsætningen og kursdannelsen kan ske på en fair måde. Med henblik herpå indeholder markedsmisbrugsforordningen (MAR), art. 17, bestemmelser om løbende oplysningsforpligtelser for borsnoterede selskaber.<sup>20</sup> Den overordnede regel er, at en udsteder af værdipapirer hurtigst muligt skal offentliggøre intern viden, såfremt denne viden vedrører udstedernes virksomhed. Definitionen af intern viden findes i MAR, art. 7.

Detaljerede regler om udstedernes oplysningsforpligtelser kan fastsættes dels af Finanstilsynet, dels af den enkelte fondsbors. De regler, som Finanstilsynet har fastsat, står i bekendtgørelsen om udstedernes oplysningsforpligtelser. Bekendtgørelsens regler suppleres af Børsens *Main Market Rulebook*, jf. ovenfor. Oplysningsforpligtelserne findes i Rulebook'ens punkt 3. Rammerne for Finanstilsynet og Fondsbørsens regeludstedsesk kompetence

19. If. berved nævnt om prospektansvar Paul Kriger Andersen, Niels Jul Clausen, *Jesper Lau Hansen*, *Børsen*, 6. uge, 2019, p. 294 f., og *Werlauff/Schaumburg-Müller*, *Børs- og kapitalmarkedsret*, 6. uge, 2019, p. 264 f. Se om prospektansvar i nordisk perspektiv *Cassief of Sonderborg* i NTS 2001/4 p. 417 f. og samme, Prospektansvar – caevat emporie eller caevat venitioe, 2001 (num. af Mette Neville i NTS 2001/3 p. 244 og af Kristian Normann Andersen i TIR 2002/1-2 p. 239 f.). Se også den omfattende komparative fremstilling i Knut J. Høgs og Hans-Christoph Fugt, *Prospekt- und Kapitalmarktsinformationshaftung*, 2005. Den juridiske – og kapitalmarkedsretlige – diskussion om prospektansvaret fik i Danmark øerlig aktualitet med Højesterets afgørelse i Hafnia-ejens i U 2002-2967 H. Ved dommen tråndes såvel emsætningssagen som selskabets ledelse og revisorer for ansvar, jf. om dommen også Schaumburg-Müller & Fugt i U 2002/3 p. 437 f. num. Michael Bernhoff i NTS 2002/3 p. 334 f. En lidt anden konklusion ledes med Bank-Trelleborg-dommen, U 2013-1107 H, se om disse dom *Fredrik Maclem, Henning Nedergaard Thomsen og Ted Rasmussen*, ET nr. 2, 2013, p. 154, num. *Werlauff/Schaumburg-Müller*, U 2013B p. 195 f. En væsentlig sag om prospektansvar i forbindelse med selskabet *OW Bunker* kendes vil give indkig til at ifterprøve prospektansvars grænser i dansk ret.
20. Regler om periodiske finansielle oplysninger findes i kapitalmarkedslovens kap. 5, og regler om alkohol føring af nære aktsættelser findes i kapitalmarkedslovens kap. 7.

bliver i disse år væsentlig indskrænket, som en konsekvens af det stigende antal forordninger fra EU.

Borsens regler eksemplificerer, hvilke oplysninger der betragtes som væsentlige og kursrelevante. Oplysningsforpligtelserne nævner som hovedeksempler bl.a. større udvidelser eller indskrænkninger i selskabets aktiviteter, køb og salg af større anlægsaktiver, konjunkturudsving af større betydning for selskabet, indgåelse/opsigelse af større samarbejdsaftaler eller kontrakter, betydelige gevinsttertab på enkelte dispositioner. Alle sådanne oplysninger skal meddeles Børsen straks, når begivenheden foreligger. Derudover skal selskaberne kontinuerligt indsende selskabets årsrapport samt indsende delårsrapporter. Dette krav omfatter obligatoriske halvårsrapporter og anbefalede kvartalsrapporter, jf. Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 1.1.3.

Der er en nær sammenhæng mellem reglerne om oplysningsforpligtelser og forbuddet mod *insiderhandel*, jf. MAR artikel 14. I det omfang markedet er i besiddelse af alle kursrelevante oplysninger, elimineres problemet med insiderhandel. *Intern viden* er begrebsmæssigt modstykket til viden, der er offentligt tilgængelig. Insiderhandel i *sævreste forstand* er køb eller salg af værdipapirer under udnyttelse af *intern viden* om selskabet m.v. Reglerne om insiderhandel stod tidligere i værdipapithandelslovens kap. 10, som bar den vidtgående overskrift *Misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstaltninger til modvirkning af markedsmissbrug*. Denne overskrift markerer, at lovgivningens forbud rækker videre end til alene at forbide insiderhandel i den anførte sævreste forstand.

De detaljerede regler om insiderhandel og kursmanipulation omtales nedenfor i kapitel 9.3.4.

Når et selskab lader sine aktier borsnotere, stiller det dermed *principielt* magten i selskabet til salg.<sup>21</sup> Selskabets aktier er på en gang værdipapirer, der giver et økonomisk afkast i form af aktieudbytte, og papirer, der giver andel i bestemmelsesretten med hensyn til selskabets videre udvikling. Aktiemarkedet kan derved ikke alene analyseres ud fra finansielle synsvinkler om afkast/risiko. Aktiemarkedet er også et instrument, som er med til at sørge for de nødvendige udviklinger og strukturtilpasninger i erhvervslivet, jf. foran i kap. 2 samt også nedenfor i kap. 7. Kursudviklingen lægger pres på de borsnoterede selskabers ledelser for at præstere resultater, der kan tilfredsstille investorerne, og (muligheden for) magtskifte i den bestemmende aktionærkreds.

21. I praksis er dette ikke undtagelsesvist tilfældet. Dette skyldes bl.a. adgangen til at opdele aktierne i aktieklasser med forskellig stemmeret samt muligheden for at indføre forskellige omsetningsbegrensninger i vedtægter og ejeraftaler. Se foran i kap. 2.1.2.6 om »A Market for Corporate Control».

Læs mere til, at mindre effektive virksomheder tvinges til at gennemføre nød-  
vendige fornyelser og tilpasninger.

### 3.2.3. Regulerede markeder og multilaterale handelspladser

MiFID II-direktivet sondrer mellem tre typer markedspladser for finansielle instrumenter, nemlig *regulerede markedspladser*,<sup>22</sup> *multilaterale handelsfacili-  
teter* og de såkaldte *organiserede markedspladser*,<sup>23</sup> hvorfaf alene de to  
førstnævnte omtales i det følgende. Tidligere sondrede de børsretlige regler  
mellem markedspladser, som var underlagt stramme offentligretlige regler –  
de regulerede markeder – og markedspladser, hvor der gjaldt lempelige reg-  
ler, især i forhold til de øgagne selskaber – de multilaterale handelspladser.  
Reglerne om multilaterale handelsfaciliteter stod tidligere i Vphl. kap. 11 b.  
Kapitlet sondrede mellem, hvad lovberørkningerne kaldte en *wraa* multila-  
teral handelsfacilitet, og et *alternativt marked*. En *wraa* multilateral handels-  
facilitet var et handelsystem, hvor der handles med finansielle instrumenter,  
uden at de offentligretlige regler om oplysningsforpligtelser og markedsan-  
brug fandt anvendelse. Dette udgangspunkt blev ændret med ikrafttrædelsen  
af MiFID II, hvis hensigt bl.a. var at skabe ensartede regler og lige konkur-  
rencevilkår mellem en stadig voksende mængde markedspladser inden for EU.  
På sin vis forudså de danske lovgivere denne udvikling, da en alternativ mar-  
kedsplads under de tidligere regler i Vphl. kap. 11b netop var en særlig form  
for multilateral markedsplads, som, ud over de almindelige regler om de mu-  
tilaterale markedspladser, tillige var undergivet reglerne om forbud mod insi-  
derhandel og kursmanipulation, om videregivelse af insiderviden, om storak-  
tionærers oplysningsforpligtelser og reglerne om overtagelsestilbud.

Regler om alternative markedspladser blev første gang indsat i vierdipa-  
pöhåndelsloven i 2005. Formålet var at skaffe en markedsplads, hvor mindre  
og mellemstore virksomheder kunne skaffe kapital med færre administrative  
byrder og undergivet lempelige regler end ved en børsnotering. Med  
implementeringen af MiFID-direktivet i 2007 blev forskellen i forhold til de  
regulerede markeder imidlertid indsejret. Med implementeringen af MiFID  
II blev Vphl. kap. 11b erstattet af kapitlene 18 og 21 i kapitalmarkedsloven

22. Den tidligere betegnelse *foretak* kan – og bliver – dog stadig ofte benyttet i beteg-  
nelsen for det regulerede marked børsen.

23. MiFID II-direktivets indføring af en ny type markedspladser – den organiserede  
handelsfacilitet (OHF) – er satet på handel med clearingpægtede derivater. Se om or-  
ganiserede markedspladser bl.a. Peter Kriger Andersen i NTS 2013:3 p. 73 ff. og af-  
samme forfatter: EU Trading Rules, p. 22 f., samt Paul Kriger Andersen, Niels  
Jensen, Jesper Lou Hansen, Bevæben, 6. udg., 2019, p. 114 f.

om særlige regler for multilaterale handelspladser og særlige regler for virksomheder for små og mellemstore virksomheder (SMV-markeder). I Danmark er First North Growth Market den primære aktie på markedet for små og mellemstore virksomheder. First North er en del af Nasdaq Nordic. Den Nordiske Børs. Det store flertal af selskaber optaget på First North er svenske, men tilgangen på den danske First North har på det seneste været stigende. Dette hænger bl.a. sammen med, at størstedelen af de nynoterede First Nor-selskaber i 2020 har været succesfulde målt på afkast fra tegningskursen. Sigtet med First North er at give mindre og mellemstore virksomheder adgang til kapitalmarkedet.

First North kan opfattes som en rugekasse for en egentlig borsnotering. Af Nasdaqs hjemmeside fremgår, at First North ses som fødeklæde for Børsens hovedmarked.<sup>24</sup> Hvad angår de »lempelige regelkrav«, går dette ikke på de fundamentale børsretlige krav om markedsmisbrug. Disse krav omfatter også de multilaterale handelsfaciliteter og til en vis udstrækning SMV-markederne. Der, hvor der kan blive tale om lempelser, er for så vidt angående kravene for optagelse, jf. eksempelvis de lempelige regler i kapitalmarkedslovens § 111 for så vidt angåede SMV-markederne. Multilaterale handelspladser skal have regler, der fastlægger kriterierne for optagelse på den alternative markedsplads. Regler om optagelse af finansielle instrumenter til handel på en multilateral handelsfacilitet skal fastsættes af operatoren af denne. Nasdaq har lavet et regelsættet for First North. Reglerne kan ses på Nasdaqs hjemmeside og justeres løbende og ganske ofte. Nasdaq har offentliggjort sit regelsættet *Rulebook for First North Growth Market*. Regelsættet trådte i kraft den 1. september 2019.

Regelsættet for selskaber på First North kan inddeltes i to, nemlig i adgangskrav og løbende oplysningskrav. Oplysningskravene er i hovedtræk de samme som på hovedmarkedet. Adgangskravene findes i regelsættets punkt 2 og punkt 3. Efter punkt 2.3.6 skal selskabet bl.a. have en *Certified Adviser*. De nærmere regler om *Certified Adviser* findes i det nu gældende regelsætts punkt 5. Efter regelsættets punkt 2.1 er det et generelt krav for optagelse på First North, at handelen med selskabets aktier har offentlig interesse. Børsen kan stille enhver betingelse, der skønnes relevant for at beskytte investorerne og markedspladsens omdomme og kan afslå en ansøgning, såfremt Børsen

24. Nasdaqs First North Premier Growth Market er et særligt segment designet til at assistere selskaber og forberede dem til notering på hovedmarkedet. Det fremgår af Nasdaqs hjemmeside, at 50 % af de svenske selskaber, som er flyttet til hovedmarkedet, tog denne vej via Premier segment. Kravene for optagelse i dette segment er tilnærmet kravene for optagelse på hovedmarkedet.

skænner, at optagelsen på First North på grund af selskabet eller dets forhold vil være i modstrid med investorenes interesse. Formuleringen af disse krav ligger ikke fjernet fra, hvad der gælder på Hovedbørsen. Særligt er, at hensynes til markedspladsen nævnes. Heri ligger bl.a. en erkendelse af, at de selskaber, der kan optages på First North, jf. nærmere i det følgende, ikke behøver at have samme historik og soliditet, som kreves på Hovedbørsen. Det er følgelig en øget risiko for, at de selskaber, der optages på First North, ikke viser sig levedygtige. Børsen understreger da også selv, at investeringer på First North kan være mere risikobetonte – men samtidig også, at der her er et større indtjeningspotentiale.

Der stilles ikke et generelt krav om, at der skal udarbejdes et prospekt. Hvis der udbydes aktier i forbindelse med optagelsen til handel på First North, skal der dog laves et prospekt, modmindre udbuddet falder ind under en af undtagelsesbestemmelserne i prospektforordningen, jf. også reglerne i kapitalmarkedslovens § 11. Såd der efter disse regler ikke laves et prospekt, skal selskabet i stedet have en virksomhedsbeskrivelse, som skal indsendes til Børsen sammen med ansøgningen om optagelse af selskabets aktier til handel på First North. Virksomhedsbeskrivelsen skal – i modsætning til eventuelle prospekter – kun fremstås til Børsen og skal således ikke indsendes til og godkendes af Finanstilsynet. Indholde af virksomhedsbeskrivelsen er for en del det samme, som kreves efter prospektreglene. En række af kravene afspejler imidlertid de lempelige regler for optagelse på First North. Optagelse af et selskab til handel på First North omfattes ikke af betingelsesbekendtgørelsen, som kun gælder for officiel notering af finansielle instrumenter på et regulert marked. Dette indebærer dels, at det ikke er Finanstilsynet, der træffer beslutning om optagelsen, men Børsen, og dels at betingelsesbekendtgørelsens krmv til kapital, spredning m.m. ikke gælder. I stedet gælder de krav, som Børsen fastsat. For så vidt angår kapitalkrav er der ikke fastsat mindstekrav i regelsettet. For så vidt angår kapitalkrav er der ikke fastsat mindstekrav vedrørende selskabets aukraventil eller summen af udbuddet, men selskabet skal have tilstrækkelig aukravkapital til mindst 12 måneder efter første handelsdag, jf. regelsets punkt 2.3.2. Der er fastsat forholdsvis beskedne krav vedrørende aktiens spredning, jf. regelsets punkt 2.3.1. Mens prospekter på hovedmarkedet skal være forsøgt med erklinger fra de finansielle rådgivere og revisorer, stiller der ikke sådanne krav til virksomhedsbeskrivelsen. Dette hænger sammen med det særlige krav til selskabet, der søger optagelse på First North, at selskabet skal have en såkaldt *Certified Adviser*, jf. regelsettets punkt 2.3.6. Selskabet skal indgå en særskilt aftale med en Certified Adviser, og dennes forpligtelser er detaljeret beskrevet i regelsettets kap.

5. ligesom dette kapitel indeholder en beskrivelse af de kvalifikationer, som kræves opfyldt af en Certified Adviser.<sup>25</sup>

Kravene til Certified Adviser afspejler, at First North-selskaber typisk kan være i en udviklingsproces mod at være fuldt »borsmodne«. Certified Adviser skal således være med til at sikre, at selskabet i det videre forløb overholder kravene i regelsættet, såvel i forhold til selskabet som i forhold til Børsen.

### 3.3. Enmands- og hovedaktionærselskaber

1973-lovene opgav tidligere tiders begrebsmæssige forestillinger om, at et selskab nødvendigvis skal bestå af flere personer. På EU-niveau anerkendtes enmandsselskabet ved det tolvte direktiv fra 1989.

1973-lovene accepterede enmandsselskaber – såvel aktieselskaber som anpartsselskaber – som resultat af en afvejning, som på den ene side anerkendte et behov for, at enmandsejede virksomheder også kan anvende selskabsformen, og på den anden side erkendte, at anvendelse af selskabsformen i sådanne tilfælde indebærer særlige risici. 1969-betænkningens overvejelser tog sigte på aktieselskabets forhold. De overvejelser, der i denne relation blev gjort, gælder i forstørket form for anpartsselskaberne, hvor enmandseje er udbredt.

Der er i enmandsselskaber og i hovedaktionærselskaber en særlig risiko for, at indhaveren ikke respekterer den selskabsretlige forudsætning, at selskabets økonomi og formuesfare holdes adskilt fra ejerens personlige. Selskaber af denne type drives sædvanligvis med ejeren selv som direktør og bestyrelsesmedlem. Ejeren kan derfor praktisk set let foretage dispositioner, der uihuler selskabets økonomiske grundlag, f.eks. (ulovlig) låntagning fra selskabet, indgåelse af (for selskabet) ugunstige forretningsaftaler, begünstigelse af familie eller andet. Når der ikke findes en bredere ejerkreds, som i egen interesse kan kontrollere, at selskabet drives på lovlige og forsvarlige vis, bliver ledelsens ansvar derfor så meget mere vigtigt. Ud fra dette synspunkt er det for så vidt påfaldende, at anpartsselskaber ikke behøver at have en bestyrelse eller et tilsynsråd. Hvis en ejeren i et sådant selskab samtidig er direktør, findes ud over selskabets revisor ikke andre personer, der løbende kan stå som garanteret mod misbrug. Forarbejderne til 1973-lovene satte deres lid til lovenes bestemmelser om regnskab og revision, som ved denne lejlighed blev

25. En fortegnelse over de godkendte Certified Advisers findes på Børsens hjemmeside under First North. Listen omfatter hovedsagelig revisions- og advokatselskaber samt diverse finansielle selskaber (Certified Advisers skal være en juridisk person).

væsentligt udbygger og skærpet. Herudover henvistes bl.a. til muligheden for at anvende straffelovens almindelige bedrageribestemmelser, selskabslovens straffebestemmelser samt de selskabstypiske regler om erstatningsansvar for ledelse og aktionærer. Man kan næppe sige, at denne tillid i fuldt mål er blevet indfriet. Navnlig vedurende anpartsselskaberne er der forekommet misbrug, som formentlig i væsentligt omfang overstiger det antal sager, der er kommet til prædominance ved domstolene. Nogle af de senere gennemførte skærpelser af lovgivningen må da også ses på denne baggrund. Dette gælder specielt vedtagelsen af de vigtigste og detaljerede regler om forbud mod aktionærtiltak og anpartshaveri i 1982, det gælder generelt den almindelige skærpeelse af de kapitalbeskyttende regler i anpartsselskabsloven af 1996, og det gælder en rekke skærpelser af overvigningen af årsregnskaber og af andre kontrolregler, jf. bl.a. ARL § 159 og tilgængelige samt en regel om Erhvervsstyrelsens adgang til at udpege en selskabs- eller regnskabskyndig til at foretage en kritisk gennemgang af selskabets forhold i forbindelse med en tvangssoplosning. Nævnes kan også de over tid skærpede regler for revisor til at være opmærksom på økonomiske forhøjelser, jf. senest revisorlovens § 22 og forordning nr. 537/2014 art. 7, jf. herom nedenfor i kap. 13. I modsætning trækker de senere lempelser i revisionspligten, jf. herom ligeledes nedenfor i kap. 13. Ligeledes blev bestemmelser om mulighed for at udpege en selskabs- og regnskabskyndig ophevet i forbindelse med vedtagelsen af selskabsloven af 2009.<sup>26</sup> Forbuddet mod tiltak til kapitalejere blev tillige lempet i 2016, jf. nedenfor i kapitel 8.5.

Gennemførelsen af storaktionærdirektivet og det 12. direktiv, enkeltmandsdirektivet, medførte to ændringer af betydning for enkeltmandsselskaberne.

For det første følger det nu af reglene i selskabslovens §§ 55 og følgende, og for de berørte selskabers vedkommende af storaktionærbekendtgørelse nr. 1172 af 31. oktober 2017, at der skal gives meddelelse til selskabet om betydelige kapitalposter, dvs. kapitalandele med mere end 5 % af stem-

26. Jf. herof moderniseringssudvalgets bemærkninger i betænkningen 1498:2008 p. 558 f. Udvalget vurderer desuden, at en allmændende undersøgelse ved en selskabs- og regnskabskyndig vil være meget besværlig, og at der på andre områder er foretaget opstramninger inden for de administrative procedurer hos en række myndigheder samt gennemført lempelser, der ikke indrettes her til formål at dæmme op for misbrug og kriminel effekt. Eksempler kan bl.a. findes inden for skattesområdet med hensyn til regnskabskontrol og skærpede krav til revisoreers faglige uddannelse. Enkeltmands- og hovedaktionærsselskaber er imidlertid typisk mindre virksomheder, som er undtaget fra revisionspligt og undergivet lempeligt regnskabskrav.

memne eller af selskabskapitalen, herunder 90 % og 100 % besiddelser i kapital-selskaber. Meddelelsespligten er med selskabsloven udvidet, således at meddelelsespligten er den samme i aktie- og anpartselskaber, jf. nærmere nedenfor i kap. 6. Derved kan selskabets medkontrahenter konstatere, om selskabet er 90/100 pct. ejet, og er dermed advaret om de særlige risici, som er beskrevet ovenfor.

Før det andet er der indført et særligt formkrav til aftaler mellem en enektionær og selskabet. Selskabslovens § 127, stk. 2, bestemmer, at sådanne aftaler skal affattes på en måde, som senere kan dokumenteres, medmindre der er tale om aftaler på sædvanlige vilkår som led i et løbende mellemværende. Forarbejderne anfører, at udtrykket »sædvanlige vilkår« i almindelighed må betyde sådanne vilkår, som gælder mellem uafhængige parter.

Det er vanskeligt at vurdere konsekvenserne af formkravet i selskabsloven. Formkravet vil kunne få betydning bl.a. i konkurs-situationer med henblik på den rette opgørelse af selskabsformuen, henholdsvis enektionærens personlige formue. Ligeledes vil tilsidesættelse af formkrav kunne få betydning i en erstatningssag anlagt af långivere eller nye kapitalejere. Ganske vist skal aftalerne ikke indføres i en særlig protokol og er heller ikke på anden måde umiddelbart tilgængelige,<sup>27</sup> men eksistensen af formkravet kan bevirkе, at det kan være naturligt for nye kapitalejere og større kreditgivere i den slags selskaber at kræve en særlig erklæring vedrørende eksistensen af sådanne aftaler. Er en sådan erklæring ikke korrekt, foreligger herefter grundlag for erstatningsansvar eller efter omstændighederne hævadgang eller ugyldighed.

Det 12. direktiv blev implementeret med identiske bestemmelser i aktieselskabsloven og anpartselskabsloven. I anpartselskabsloven af 1996 blev formkravet imidlertid strammet væsentligt, derved at Apl. § 27, stk. 2, bestemte, at de nævnte aftaler mellem en ene-anpartshaver og selskabet *kun er gyldige*, hvis de affattes skriftligt. Selskabsloven viderefører ugyldigheds-sanktionen for alle kapitalselskaber. § 127, stk. 2, er et eksempel på en dobbelt overimplementering, idet det 12. direktiv dels kun gælder for anpartselskaber, og dels derved at direktivets art. 5, som reglen implementerer, ikke kræver, at overholdelse af reglen sanktioneres. Direktivets art. 5 siger på den anden side, at aftalerne skal indføres i en protokol eller affattes skriftligt. Det tidligere skriftlighedskrav er i selskabslovens § 127, stk. 2, blevet til et krav

27. Se dog ÅRL § 98 c, der indeholder oplysningskrav vedrørende transaktioner med nærtstående parter. Nærtstående parter er defineret i overensstemmelse med den internationale regnskabsstandard IAS 24. En enejer er selvagt nærtstående i forhold til selskabet. Se også nedenfor i kap. 11 om den nye regel i SL § 139 d om godkendelse og offentliggørelse af væsentlige transaktioner mellem nærtstående parter.

om, at aftalen »senere kan dokumenteres». Bemærkningerne til bestemmelserne siger, at »sådanne aftaler kan være aflatet skriftligt eller elektronisk eller på andre måder, som senere kan dokumenteres«.<sup>28</sup> Det angives ikke, hvilke andre måder der kan komme på tale. En fortolkning af direktivtekstens skriftlighedskrav tillader vel at medtage elektroniske »dokumenter«, mens en mundlig aftale – unset om den kan bevises – ikke kan dokumenteres. § 127 er en meget vidgående regel, som kniver en fortolkningsmæssige afklaring af begrebet »selvvalgte vilkår og »labende mellemvarrender«. Om selvvalgte vilkår siger bemærkningerne til § 127, stk. 2 – som allerede nævnt – at det skal forstås som »sådanne vilkår, som gælder mellem uafhængige parter.« Der findes ikke praksis vedrørende de tidlige regler, der kan bidrage til en afklaring. Det var heller ikke aklaret, hvad der skulle til, for at det tidlige krav om skriftlighed kunne anses for opfyldt. Bemærkningerne til bestemmelserne angav intet herom, således ikke om der skulle forelægge en særligt skriftlig aftale vedrørende aftalen, eller om det er tilstrækkeligt, at aftalen kan henføres til eller måske for omfanget af en skriftlig dokumentation vedrørende mellemvarrendes karakter og betingelser – f.eks. i bestyrelsens forhandlingsprotokol eller i et revisionsprotokollat – som det kan antages, at eneanspartshavten og selskabet har accepteret.<sup>29</sup> Efter den nye aflatelse af bestemmelserne må det sidstnævnte være tilstrækkeligt.

**Formkrav:** i selskabsloven har i relation til konkurs den betydning, at eventuelle bogstængende aftaler m.v. ikke behover at blive omstødt. Aftaler, der ikke er gyldige, er ikke bindende i forhold til et konkursbo.<sup>30</sup>

Bestemmelserne gælder både i forhold til fysiske og juridiske personer (moderselskaber), jf. om de sidstnævnte nedenfor i kap. 15.

Bortset fra de nævnte bestemmelser indeholder selskabslovene ikke særlige regler om eneaktionærernes partshavers stilling. Som udgangspunkt har en eaktionær genkø somme retstilling som almindelige aktionærer i selskaber med mange aktionærer. Det vil b.l.a. sige, at eneaktioneren må respektere den organisation, som selskabslovene foreskriver. En eaktionær behøver dog ikke at overholde lovens formelle regler om indkaldelse til og afholdelse af generalforsamling. Selskabslovene indeholder en bestemmelse om, at beslutninger kan træffes af aktionærer/importhavere uden afholdelse af en (fysisk) generalforsamling hvis de er enige herom, jf. § 76, stk. 2, og nærmere nedenfor i kap. 11.

28. Bemærkningerne til L 170 2004-09 p. 246.

29. Jf. herved Jes Borregaard og Claus Birner Nielsen FRR 1997 nr. 9 p. 13 f.

30. Jf. stilen Andris Ørgaard, Konkurs, 12. udg., 2018, p. 58 f.

Eneejeren udover de beføjelser, som tilkommer en generalforsamling, men de trufne beslutninger skal indføres i en (generalforsamlings-)protokol eller vedfældes skriftligt, jf. direktivets art. 4. Direktivets krav er (over)opfyldt i selskabslovens § 101, stk. 3, som for alle kapitalselskaber kræver, at protokollen refererer forhandlingerne og beslutningerne på generalforsamlingen, jf. også nedenfor i kap. 11.

Hvis enekaktionær/enenpartshaveren ønsker at deltage i den daglige ledelse, må han lade sig ansætte som direktør/være bestyrelsesmedlem, og der må skeenes mellem, hvornår han optræder som ledelsesmedlem og som aktionær/anpartshaver. Som ledelsesmedlem må han loyalt varetage selskabets interesser, mens han som aktionær/anpartshaver som udgangspunkt kan varetage sine egne interesser.<sup>31</sup>

Lignende betragtninger som vedrørende enkeltmandsselskaberne gør sig gældende, i hvad man populært plejer at kalde *hovedaktionærerselskaber*, hvor en enkelt person ejer en dominerende aktiepost (andel af selskabskapitalen). Eksistensen af en minoritet vil vel frembyde en vis garanti mod dispositioner fra hovedaktionærens side i strid med selskabets interesser. En ikke eksempler fra de senere år har dog vist, at denne kontrol ikke altid er tilstrækkelig til at varetage minoritetens interesse og endnu mindre kreditorenes. Navnlig i situationer, hvor hovedaktionären indtager en lederposition, kan det være vanskeligt, måske umuligt, at forhindre dispositioner, der reelt foretages i hovedaktionærens egen og/eller andre selskabers interesser. Formuleringen af selskabslovens bestemmelser om egne kapitalandele i SL §§ 196 og følgende er et eksempel på regler, der kan opfange nogle af disse problemer, jf. nærmere nedenfor i kapitel 8, ved at sikre kapitalejerne kontrol med sådanne erhvervelser. Reglerne i SL § 127, stk. 2, om dokumentation af aftaler omfatter aftaler med en enekapitalejer, men har antagelig en afsmittende effekt i hovedaktionærerselskaber.

31. I forskellig henseende kan det dog være grund til at forholde sig noget strengere til enekaktionærer end til almindelige aktionærer. Werlauff argumenterer således i sin disputats, Selskabsmasken, for, at der påhviler ene- og hovedaktionærer en egenlig lojalitetspligt i forhold til selskabet, jf. nærmere om denne opfattelse nedenfor i kapitlene 1.1 og 12. I relation til en ansvarsbedømmelse vil en position som ledelsesmedlem medføre, at ansvaret kan bedømmes efter culpa-reglen i selskabslovens § 361 og ikke efter reglen i § 362, jf. nærmere herom nedenfor i kap. 14. Selv uden en position som formelt ledelsesmedlem kan enekapitalejeren også blive ansvarlig som faktisk leder af selskabet, jf. nærmere nedenfor i kap. 14.1.4.

### 3.4. Koncerne

Selskabslovenes udgangspunkt er, at hvert selskab udgør en selvstændig retlig og økonomisk enhed. Dette udgangspunkt svarer ikke altid til virkeligheden. Tværtimod ses det hyppigt, at virksomheder opdeles (divisioneres), således at forskellige dele af virksomheden drives i hvert sit selskabs ramme, men bundet sammen af et overordnet selskabs – moderselskabets – aktiebesiddelse i de enkelte selskaber.<sup>12</sup> Endnu hyppigere sker koncentrationer og vækst inden for erhvervslivet ved, at selskaber via aktieerhvervelse (majortetsoverdragelse) eller på andet grundlag opnår bestemmende indflydelse over andre selskaber, uden at koncentrationen fuldbyrdes i form af en fusion. Årsagerne til, at der sker koncentrationer, kan være mange, f.eks. skattemæssige, organisatoriske eller konkurrencemæssige.

I de nævnte situationer opstår en særlig selskabsretlig konstruktion, en **koncern**. En koncern er en selskabsretlig hybrid, på en gang flerhed og enhed. Det selskabsretlige problem består i, at lovgivningen på en gang skal respektere det faktum, at virksomheder, der er bundet sammen i et koncernforhold, opererer økonomisk som en helhed, idet af moderselskabet og ud fra hensynet til hele koncernen, og samtidig at hvert selskab må respekteres som en selvstændig juridisk enhed, som er begrænset af sine egne formål og begrænset i sin hæftelse til egne kreditorer.

Selskabsloven indeholder en lang række bestemmelser, der søger at afbalancere disse modstridende forhold. Med udgangspunkt i en selskabsretlig koncerndefinition i selskabslovens §§ 6 og 7 anerkender lovgivningen på den ene side, at moderselskabet kan lede koncernen under hensyn til hele koncernens tav. På den anden side begrænses moderselskabet i sin bestemmelsesret af hensyn til datterselskabets kreditorer, til minoritsaktionærer i datterselskabet og for så vidt også til dets arbejdstagere. Set fra disse gruppens side består et klart behov for, at moderselskabet ikke disponerer således, at hensyn først og fremmest tages til moderselskabets eller andre koncernselskabers interesser. Ansøgningslovens bestemmelser om koncernregnskaber skaber forudsætninger for at overskue den samlede koncerns økonomiske stilling. De kreditorbeskyttende regler i selskabslovene har særlige bestemmelser om koncernforhold. Selskabslovens minoritsregler beskytter også datterselskabsminoriteter, og regler om koncerrepræsentation giver medarbejderne indsigt i og indflydelse på koncernens forhold. Alligevel kan modsætnings-

32. Opdeling kan ske ved spaltning efter regiense henrum, jf. nærmere nedenfor i kap. 16, men kan også ske ved, at ( dele af ) virksomheden indskydes i nystiftede datterselskaber, jf. nærmere nedenfor i kap. 15.

forhold opstå, uden at der selskabsretligt er tale om overgreb på moderselskabets side. Bestemmelserne i selskabslovens §§ 70 og følgende om indløsningsret henholdsvis indløsningspligt for store ( $> 9/10$ ) kapitalejere medvirker til at løse dette problem, når der er små (mindre end 1/10) minoriteter i datterselskaber. Selskabslovens regler om indløsning gælder i modsætning til tidligere for alle kapitalselskaber.

Selv om der er et betydeligt antal koncernregler i de danske selskabslove m.v., er koncerners retsforhold på mange punkter uafklaret i dansk ret. Det er heller ikke lykkedes på EU-niveau at nå til enighed om en materiel koncernregulering. Det seneste udkast til det niende direktiv er fra 1984 og bliver ikke gennemført. Koncerndannelse er imidlertid så aktuel som nogensinde, og tilsvarende er der et betydeligt behov for selskabsretlig behandling og stillingtagen til koncernproblemerne. En løsning af de væsentligste koncernproblemer indgik som en del af Kommissionens handlingsplan fra maj 2003, og handlingsplanen fra 2012 bebudede et initiativ på koncernområdet. Den europæiske modellov (EMCA), kap. 15, indeholder et koncept til en koncernregulering, jf. foran i kap. 1.3.4.

I den selskabsretlige debat diskuteses b.l.a., om der er behov for en egentlig *kodificering* af koncernretten, om problemerne kan løses af domstolene på grundlag af eksisterende regler om minoritetsbeskyttelse, erstatningsregler m.v., og om/eller der kan udformes aftaler og vedtægtsbestemmelse, der på tilstrekkelig måde fastlægger koncerners struktur og forhindrer misbrug og konflikter mellem aktionærerne. Disse spørgsmål dreftes nærmere nedenfor i kap. 15.

### 3.5. Statslige og kommunale selskaber

De selskaber, som denne fremstilling beskæftiger sig med, er for langt den overvejende dels vedkommende selskaber med en privat ejerkreds. Der eksisterer imidlertid en række selskaber, som helt eller delvis ejes af det offentlige, stat eller kommune. Der er oftest tale om aktieselskaber, som driver forretningslignende aktivitet på et område, hvor det offentlige af den ene eller anden grund ønsker at være med eller forestå aktiviteten.

Kommunernes adgang til at drive erhvervsvirksomhed uden særlig lov-hjemmel er reguleret i lov nr. 548 af 8. juni 2006 med senere ændringer, senest lovbg. nr. 655 af 7. juni 2019 om kommunernes udførelse af opgaver for andre offentlige myndigheder og kommuners og regioners deltagelse i

selskaber.<sup>33</sup> Selskaber oprettet efter denne lov omfatter en adgang til at sammen med andre kommuner eller private om videreudvikling af knowhow og salg af varer og tjenesteydelser, som bygger på kommunal eller regional viden. En communal deltager må dog ikke opnå bestemmede indflydelse over selskabet. Der skal tilige være private ejere, som besidder mindst 25 pct. af selskabets kapital og stemmerettigheder.

Staten ejede pr. 27. januar 2021 30 selskaber, heraf 17 aktieselskaber. I nogle selskaber er staten enejer, i andre selskaber er staten blandt flere ejere.<sup>34</sup> Højejede statsselskaber er f.eks. Sund og Bælt Holding A/S og TV 2 Danmark A/S.

Blandede selskaber med privat deltagelse er eksempelvis en række af de statlige selskaber, der er, bliver eller var borsnoterede. Det gjaldt f.eks. Tele Danmark A/S, som senere blev solgt, Københavns Lufthavne A/S, SAS AB og Dansk Olie og Naturgas (DONG, nu Ørsted), der efter et delvist salg af aktier blev borsnoteret i 2016.

Baggrunden for, at det offentlige oprettede eller gik ind i virksomheder, der drives i selskabsform, har været varierende. Et overordnet synspunkt har været, at det drejer sig om opgaver eller områder, hvor på samfundet ønsker indflydelse, men hvor den privateske organisationsform frembyder fordele, jf. straks nedenfor. Mere konkret drejer det sig, som også eksemplerne viser, typisk om områder som kommunikation og samførdsel, om opretholdelse af nationalt eller regionalt vigtig virksomhed eller om sociale og kulturelle formål. I nyere tid også om energiforsyning og teknologisk udvikling i forbindelse hermed.

Tidligere var baggrunden for etableringen af statligt ejerskab bl.a. et politisk ønske om at sikre det offentlige indflydelse på vigtige dele af samfundet. I de seneste år er tendensen den modsatte. Baggrunden for en række af de nyere statlige selskaber er bestrebelsen på privatisering af vigtige dele af den offentlige sektor. Dette er sket ved særlige love bl.a. om Københavns Lufthavne A/S, Giro Bank A/S, Tele Danmark A/S, DSB Rederi A/S og TV 2 Danmark A/S.

33. Kommunerne skal hvert år indrapportere deres deltagelse i selskaber til Erhvervsstyrelsen, der offentliggør en samlet oversigt. Det formuler af redigerelsen fra 2014, at aktieselskabsformen er den mest benyttede selskabsform. Det blev indberettet 298 selskaber, hvoraf 169 er aktieselskaber. Se om kommunale aktieselskaber *Ritte Søgaard Berth & Britt Vøger, Kommunale Aktieselskaber, 2009*.
34. Den seneste samlede oversigt og redigerelse over udvalingen i statens selskaber kan ses i publikationen *Statens Selskaber, 2018*. Publikationen og øvrige information om statens selskaber kan findes på Finanstilsynets hjemmeside [www.fin.dk](http://www.fin.dk).

Når selskabsformen vælges frem for at drive den pågældende aktivitet inden for det almindelige forvaltningssystems rammer, peges ofte på, at der kan tilvejebringes en mere effektiv og fleksibel ledelsesstruktur ved at benytte selskabsform. Hvis det ønskes privat deltagelse, kan dette selvsagt ikke opnås på ordinært administrativt plan. Herudover spiller med varierende styrke alle de i det følgende nævnte forhold en rolle.<sup>35</sup>

De offentligt dominerede selskaber indebærer problemer af såvel *forvaltningsretlig* som *selskabsretlig* karakter.<sup>36</sup> Selskaberne varetager i et eller andet omfang offentlige interesser og styres af personer fra det offentlige forvaltningsapparat og indgår dermed *for så vidt* i det forvaltningsretlige system. Valget af selskabsform frigør imidlertid de pågældende virksomhedsområder for en stor del af de bindinger og regler, der gælder for den almindelige forvaltningsvirksomhed. I stedet gælder de selskabsretlige regler. Konsekvenser heraf er bl.a., at virksomhedens økonomiske og regnskabsmessige forhold ikke reguleres over finanslovens budget- og bevilningssystem, men følger selskabsreglerne. Selskabets overskud kan blive i selskabet og danne basis for nye aktiviteter. Selskaberne kan hente ny kapital via børsmotering. Der skal udarbejdes regnskaber, som opfylder årsregnskabslovens krav. Selskabets ledelse og øvrige ansatte er ikke ansat efter det for almindelige offentligt ansatte gældende ansættelses- og lønsystem. Navnlig er det vigtigt, at ledelsen kan vælges – og lønnes – frit. Virksomheden har hidtil ikke været undergivet den form for offentlighed, som følger af *offentlighedsloven*. Udtrykket »den offentlige forvaltning« i offentlighedslovens § 2 omfatter ikke private selskaber.<sup>37</sup> Loven blev imidler-

35. Se om statens ejerskabspolitik i publikationen Statens ejerskabspolitik 2015. Publikationen kan hentes på Finansministeriets hjemmeside [www.fm.dk](http://www.fm.dk).
36. Der knytter sig også en række EU-retlige problemer til disse selskaber. Der kan bl.a. være tale om problemer i forhold til EU's konkurrenceregler og i forhold til reglerne om statsstøtte, se herom *Pernille Wegener Jessen*, Forbuddet mod statsstøtte i EU, 2003. Som bl.a. den såkaldte *Combus-sag* viste, er der undertiden risiko for, at den offentlige deltagelse kan gøre det muligt at udkonkurrere private virksomheder eller på anden måde holde de sidstnævnte uden for markedet. Se herom notat til Folketingets Europeudvalg og trafikudvalget om Danmarks intervention i sag T-157/01, Danske Vognmænd mod Kommissionen (Combus-sagen). EU-Domstolen har i sag T-157/01 fastslået, at Kommissionens godkendelse af støtten til Combus var uforenelig med reglerne om statsstøtte. De statslige selskabers forhold er tidligere analyseret i to omfattende rapporter fra Finansministeriet m.fl. henholdsvis »Statslige aktieselskaber – tilsyn, ansvar og styring«, september 2003, og »Statens som aktionær«, januar 2004. Se også Finansministeriets publikation, Statens Selskaber, 2018, og Rigsrevisionens Betragning om staten som selskabsejer, juni 2016.
37. Ifølge offentlighedslovens § 3, stk. 2, omfattes visse elforsyningsvirksomheder, naturgasforsyningsvirksomheder samt varmeforsyningsanlæg også af loven.

tid udvidet i 2013, således at loven også finder anvendelse på selskaber, hvis mere end 75 % af ejerandelene tilhører danske offentlige myndigheder. Virksomheden kan i øvrigt alene følges gennem den selskabretlige publicitet, som dog er udvidet for de statlige selskaber, jf. straks nedenfor.

De private retlige organiserede selskaber omfattes på tilsvarende måde ikke af *forvaltningslovens* begreb – den offentlige forvaltning, jf. *forvaltningslovens* § 1. Uden for disse love falder således bl.a. SAS og (for salget) Tele Danmark A/S, jf. også om disse selskaber nedenfor under 3.6. De offentlige selskaber undergives endelig ikke den obligatoriske forvaltningskontrol, som udøves af rigstrevisor i henhold til loven om rigstrejction, jf. lovens §§ 2 og 3. Rigstrevisor kan efter lovens § 4 kræve statslige selskabers regnskaber til genemgang. Dette gælder dog ikke de børsmønstrede selskaber. Særlige regler om statslige selskabers regnskaber og revision blev gennemført i forbindelse med ændringer i 1996 af *årsregnskabsloven*, jf. straks nedenfor.

Selskabslovene indeholder kun enkelte regler, der giver de offentlige selskaber en særlig stilling. Selskabslovens § 253 indeholder en ikke så aktuel bestemmelse om overdragelse til den danske stat eller en dansk kommune af et kapitalsekskabs aktiver og geld som en helhed. Bestemmelsen gør undtagelse fra en række af de regler, der i øvrigt gælder for fusioner. De regler, der undtages, er navnlig sådanne, hvis sigte er at beskytte kreditorerne i det overtagne selskab. Skønt det vel også ville være utenkelig, at det offentlige skulle lade kreditorerne i stikk'en, må hele det øvrige set af kreditorbeskyttende regler om kapitalændringer, egne aktier, aktionærån, udbytte, kapitalberedskab og opløsning, respekteres.

Selskabslovens kap. 20, § 351 og fulgt, indeholder nogle generelle regler om statslige selskaber, jf. straks i det fulgende.

Hvor der er tale om belejede offentligt ejede selskaber, er selskabslovens bestemmelser om afholdelse af generalforsamling og reglerne om minoritetsbeskyttelse overflodige. I blandede selskaber derimod ikke. Navnlig kan der opstå minoritetsproblemer som en følge af spændingen mellem varetagelse af de offentlige interesser og de privatekonomiske interesser. Denne minoritetskonflikt er af særlig karakter i forhold til de konflikter, der forekommer i andre selskaber. Eventuelle konflikter skal alligevel bedømmes efter selskabslovens almindelige minoritetsbeskyttelsesregler men selvfølgelig under hensyntagen til de specielle regler, som måtte være fastsatte i de love, som danner grundlag for de pågældende statusselskaber.

De statslige selskabers forhold har været undergivet megen debat. Lovgiver har taget stilling til en del af problemerne. Ved ændringer i aktieselskabsloven og årsregnskabsloven ved lov nr. 365 af 14. juni 1995 blev den såkaldte 1. fase af en lovregulering af de statslige selskabers forhold gennemført.

2. fase af reguleringen blev vedtaget i 1996 med opfølgende ændringer i *Aerregnskabsloven* ved lov nr. 377 af 22. maj 1996. Moderniseringsudvalget har overvejet den selskabsretlige regulering af statslige selskaber.<sup>38</sup> I overensstemmelse med grundtankerne i kommissoriet overvejede udvalget indledningsvist, om der fortsat er behov for de særlige regler om offentlighed i statslige selskaber, jf. herom straks nedenfor. Udvalget fandt, at reglerne kan begrundes, men foreslog efter en gennemgang af reglerne kun nogle mindre ændringer.

Staten og kommunerne kan naturligvis også eje anpartsselskaber. Selskabsloven indeholder ingen regulering af de særlige problemer, der kan opstå i den anledning. Bemærkningerne til selskabsloven anfører, at dette skal ses i sammenhæng med, at staten ikke har anvendt denne selskabsform til etablering (af statslige selskaber).<sup>39</sup>

Selskabslovens kap. 20, §§ 351 og følgende, indeholder som nævnt reglerne om statslige aktieselskaber. SL § 5, nr. 28, definerer et *statsligt selskab* som et aktieselskab,<sup>40</sup> hvortil den danske stat har samme forbindelse, som et moderselskab har til et datterselskab. Opbygges en koncern med det statslige selskab som moderselskab, er kun moderselskabet et statsligt selskab, jf. § 352, stk. 1, jf. dog nedenfor om § 354.

Det generelle sigte med lovreguleringen af de statslige aktieselskabers forhold er at gennemføre en ligestilling mellem de regler, der gælder for borsnoterede selskaber og for statslige selskaber. Ifølge SL § 352, stk. 2, er statslige aktieselskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, fritaget for at følge de særlige regler for statslige aktieselskaber i selskabsloven. Der sigtes hermed til de borsretlige regler om oplysningspligt, jf. straks nedenfor om SL § 354.<sup>41</sup> De bestemmelser i selskabsloven, der regulerer borsnoterede selskaber, er derimod udvidet til også at gælde for statslige selskaber, jf. således § 114 (arbejdende bestyrelsесformand) og § 130 (bestyrelsens forretningsorden). Ligesom i borsnoterede selskaber skal bestyrelsen

38. Moderniseringsbetænkningen nr. 1498:2008, p. 592 f.
39. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 471.
40. Se om lovregulering af de statslige selskaber nærmere *Werlauff* i U 1993B, p. 351 ff., *samme* i U 1995B, p. 370 f. og U 1996B, p. 153 f., *Henrik Steffensen m.fl.* RR 1996 nr. 10 p. 9 ff. Om blandede offentlige-private selskaber se nærmere *Søren Stenderup Jensen* RR 1996 nr. 10 p. 22 ff., jf. *samme*, Offentlige – private selskaber, 1996, samt *Frederik Gammelgaard*, Kommunal erhvervsvirksomhed, 2004.
41. Erhvervsstyrelsen har udarbejdet en vejledning om statslige aktieselskaber – senest opdateret 1. maj 2010 – som gennemgår de særlige krav, som gælder for statslige aktieselskaber. Vejledningen er tilgængelig på Erhvervsstyrelsens hjemmeside [www.erhvervsstyrelsen.dk](http://www.erhvervsstyrelsen.dk).

et et tilsynsrådet i statslige selskaber udarbejde interne regler til sikring af overholdelse af de særlige bestemmelser for statslige selskaber, jf. SL § 357.

I forhold til tidligere, hvor kun de almindelige selskabsretlige regler (for ikke-borsnoterede selskaber) gjaldt, indebærer ligestillingen med borsnoterede selskaber en væsentlig udvidelse i offentlighedens muligheder for at følge udviklingen i de statslige selskaber.

Den publicitet, som i borsnoterede selskaber følger af reglerne om oplysningspligtelser, er omsat til reglen i selskabslovens § 354, hvorefter de statslige selskaber skal indsende meddelelser til Erhvervsstyrelsen om væsentlige forhold, der vedrører selskabet og kan antages at få betydning for selskabets fremtid, medarbejdere, aktionærer og kreditorer. I moderselskaber skal der gives meddelelse om væsentlige forhold, der vedrører koncernen som helhed. Herved inddrages også forholdene i datterselskaber, selv om disse ikke i sig selv er statslige selskaber. De pågældende oplysninger bliver derved tilgængelige for offentligheden. Selv om der er en vis forskel i beggrundelsen – hensynet i de borsnoterede selskaber er, at markedsparter har sådanne informationer, at der kan ske en betryggende kursdannelse – kan eksempler på, hvad der omfattes af oplysningspligten, hentes i den eksemplifikation, som findes i Bersens Udstederregler. Erhvervsstyrelsen kan fastsætte nærmere regler efter selskabslovens § 355.<sup>42</sup>

Mere publicitet følger også af særlige regler vedrørende afholdelse af generalforsamling. Indkaldelse skal indeholde samtlige forslag, der skal behandles på generalforsamlingen. Den skal sendes til Erhvervsstyrelsen, jf. selskabslovens § 97, stk. 3. Styrelsen offentliggør indkaldelsen. Generalforsamlingen er, som i borsnoterede selskaber, åbne for presseen, jf. § 76, stk. 6. Efter § 101, stk. 8, skal en udsnit af generalforsamlingsprotokollen indsendes til Erhvervsstyrelsen senest samtidig med, at den gøres tilgængelig for aktionærerne, dvs. senest 2 uger efter generalforsamlingen, jf. § 101, stk. 4. Årsrapporten skal forinden generalforsamlingen efter anmodning tilsendes presseen, jf. ARL § 158. Den reviderede og godkendte årsrapport skal indsendes til Erhvervsstyrelsen senest 5, henholdsvis 4 måneder efter regnskabsårets afslutning, jf. ARL § 138, stk. 1. Aktionærerne har en særlig skriftlig spørgsmålsret, jf. § SL 102, stk. 4, og revisor har pligt til at være til stede, jf. § SL 103, stk. 4. Se om disse bestemmelser nedenfor i kap. 11.

Til de mere kontroversielle emner hører problemene omkring de statslige selskabers ledelse. På den ene side skal disse selskaber ledes effektivt og ud-

42. Samme regler er fastsat i bekendtgørelse nr. 1661 af 14. december 2015 om offentliggørelse af meddelelser fra statslige selskaber.

fra forretningsmæssige hensyn efter samme regler som andre selskaber. Selskabets ledelse skal sørge for en forsvarlig formuesforvaltning og forretningsmæssig udvikling. At f.eks. bestyrelsesmedlemmer er embedsmænd eller f.eks. folkevalgte politikere, ændrer ikke heri.<sup>43</sup> På den anden side har staten som ene- eller dominerende aktionær mulighed for at sammensætte selskabets ledelse, f.eks. (også) med embedsmænd, som i denne egenskab er undergivet instruktionsmyndighed. Selskabsloven indeholder ikke særlige regler, der giver staten (ministeren) særlige instruktionsbeføjelser over for selskabet eller ret til at udøve en direkte ledelse. Statens interesse må varetages ved, at staten, som andre dominerende aktionærer, kan definere selskabets forretningspolitik, og medlemmerne af selskabets ledelse må håndtere den situation, at de øller omstændighederne er undergivet et dobbelt pligtforhold som embedsmænd og som forpligtede efter de almindelige selskabsretlige regler. Selskabets ledelse er eksempelvis ansvarlig for at følge selskabets kapitalforhold på samme måde som i andre selskaber. Udvikler det statslige selskabs økonomi sig negativt, må bestyrelsen reagere og kan blive personligt ansvarlig efter de almindelige selskabsretlige regler, jf. nærmere nedenfor i kapitlerne 9 og 14. Finansministeriets rapport om staten som aktionær anbefaler, at der udarbejdes retningslinjer om styringen af selskabet og om kommunikationen mellem selskabet og vedkommende ministerium.

Ligestillingen med de børsnoterede selskaber medfører også skærpede krav vedrørende selskabers *regnskab* og *revision*. De særlige regler om børsnoterede selskabers regnskaber er således overført til at gælde for statslige selskaber.<sup>44</sup> Dette følger af, at den øverste *regnskabsklasse D* i årsregnskabsloven omfatter statslige selskaber og børsnoterede selskaber, jf. ÅRL § 7, stk. 1, nr. 4. Regnskaberne skal således opfylde den højeste standard. De særlige regler i årsregnskabsloven, der lemper regnskabskravene for små og mellem-

43. Undertiden kritiseres, at sådanne bestyrelsesmedlemmer kun savne de forretningsmæssige kvalifikationer, som kreves for at være direkte involveret i erhvervsdrift. SmL herved f.eks. Anbefalingerne om god selskabsledelse afsnit 5 om bestyrelsens sammensætning. En metode til at håndtere dette problem kan være anvendelse af en holdingsselskabsmodel. Hvis statens repræsentanter sidder i holdingsselskabet, undgås det direkte ansvar for erhvervsdriften, samtidig med at den afgørende magt bevares. Finansministeriets rapport om staten som aktionær opstiller p. 25 »principper for sammensætning af bestyrelser«, der henter inspiration fra Anbefalinger for god Selskabsledelse. Se om styringen af statslige selskaber også Rigsvisionens Beretning nævnt foran i note 36.
44. Jf. således også bemyndigelsesbestemmelsen i ÅRL § 108 til at gøre undtagelser fra de særlige regler om statslige selskaber for at sikre ligestilling med de børsnoterede selskaber, jf. herom *Henrik Steffensen m.fl., Årsrapporten, 7. udg.*, 2016, p. 1040 f.

store selskaber, gælder ikke for statslige selskaber og børsnoterede selskaber. Kravene til regnskaber i regnskabsklasse D findes i ARL afsnit V, kap. 12, §§ 102-108. Paragrafferne handler navnlig om yderligere oplysningskrav i årsrapporten. De statslige selskabers årsrapport skal således uanset virksomhedens størrelse vise nettoomstillingen i resultatopgørelsen, jf. ARL § 103. Det følger heraf, at selskabet skal oplyse sammenligningstal for det eller de foregående år.<sup>45</sup>

Det følger af princippet i opbygningen af regnskabsklasser, at virksomheder i den øverste regnskabsklasse også skal opfylde kravene i de underliggende klasser. Som nævnt foran finder selskabslovens bestemmelser om statslige selskaber ikke anvendelse på aktieselskaber, der er datterselskaber af statslige selskaber, jf. selskabslovens § 352, stk. 2. Svarende hertil indeholder ARL § 7 a en bestemmelse, der frøtager de pågældende selskaber for at følge regnskabsreglerne for statslige selskaber. Alt efter størrelse skal regnskaberne i datterselskaberne derfor aflægges efter regnskabsklasse B eller C. Er datterselskabet selv optaget til handel på et reguleret marked, skal det dog fortsat aflægge regnskab efter klasse D-reglerne.

Efter ARL § 74 skulle selskabet oplyse i en note til regnskabet, hvem der er optaget i storaktionærfortegnelsen. Disse oplysninger fremgår nu af det ejerregister, der skal føres efter selskabslovens § 58. ARL § 74 er som følge heraf ophævet. For de statslige (og børsnoterede) selskaber stiller ARL § 104 det yderligere oplysningskrav, at selskabet skal oplyse om de nejagtige ejer- og stemmebesiddelse for alle, der besidder mere end 5 pct. af aktiekapitalens stemmerettigheder eller aktiekapital, og mindst 100.000 kr. Bestemmelsen rejser en række spørgsmål. Når den således pålægger selskabet at give de nævnte oplysninger – og ikke blot videregive de oplysninger, som selskabet selv har modtaget – rejses det spørgsmål, om selskabet har pligt til at kende/undersøge/videregive de krævede oplysninger. Svaret er formentlig, at selskabet er pligtig til at give de oplysninger, som selskabet er i besiddelse af, enten via storaktionærreglerne i selskabslovens § 55 og følgende, eller fordi aktierne er navnenoterede, men ikke til at foranstalte selvstændige undersøgelser af ejerforholdene. Et andet uafklaret punkt vedrører det besiddelsesbegreb, som anvendes i § 104. Det besiddelsesbegreb, der anvendes i selskabslovens § 55, er defineret i disse bestemmelser, og for de børsnoterede selskaber tillige i storaktionærbekendtgørelsen, jf. nedenfor i kap. 6.1.4. Uden sikker støtte i loven eller forarbejderne kan man næppe overføre disse definitioner til årsregnskabslovens § 104.

45. Jf. herved Henrik Steffensen *o.a.* st. p. 767.

De statslige selskaber skal endelig udarbejde halvårsrapporter for de første seks måneder af selskabets regnskabsår. Kravene til halvårsrapporten findes i ARL §§ 131-134.<sup>46</sup>

For så vidt angår kravene til revision var det tidligere således, at de statslige selskaber skulle have to revisorer, hvoraf den ene skulle være statsautoriseret. Nu kræves blot, at »mindst« én revisor skal være statsautoriseret, jf. ARL § 135 a, stk. 2. Rigsrevisor kan ikke være selskabsrevisor, men kan kræve forelagt regnskaber m.v. fra statslige selskaber, jf. lov om revision af statens regnskaber §§ 4 og 6.

### 3.6. Selskaber undergivet særlig lovgivning

Der har i de senere år været en øget tendens til, at erhvervsvirksomhed drives i aktieselskabsform, jf. også foran i kap. 1.3. Denne tendens er også tilsluttet igennem på områder, hvor det offentlige via speciallovgivning eller på anden måde udøver kontrol med den pågældende art af virksomhed. Væsentligt er således, at der nu er lovhjemmel til, at de fleste virksomheder inden for den finansielle sektor kan drives i selskabsform.

Banker, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber og investeringsforvaltningsselskaber skal være organiseret som aktieselskaber, jf. lov om finansiel virksomhed § 12. Sparekasser og andelskasser kan være aktieselskaber.<sup>47</sup> Pengeinstitutternes virksomhedsområde er afgrænset i lov om finansiel virksomhed § 7. Pengeinstitutter er i deres egenskab af aktieselskaber undergivet selskabslovens regler. Selskabsloven gør selv i enkelte bestemmelser undtagelser vedrørende pengeinstitutterne, se f.eks. selskabslovens § 213 vedrørende bestemmelserne om selvfinansiering og

46. Jf. om kravene til halvårsrapporten nærmere *Henrik Steffensen m.fl.*, Årsrapporten, 7. udg., 2016, p. 1386 f., om delårsrapportbekendtgørelsen. Årsregnskabsloven har ikke direkte fulgt børsreglernes anbefaling om kvartalsrapport, men tillader dog sådanne, jf. ARL § 131, stk. 2. ARL § 148 indeholder en regel om statslige selskabers pligt til at indsende halvårsrapport. En tilsvarende regel findes ikke for rapporter for andre perioder.

47. Den retlige organisation af sparekasserne og andelskasserne er forskellig, idet sparekasserne efter loven skal være selvejende institutioner, idet sparekasserne dog siden den 1. januar 1989 kan overgå til aktieselskabsform jf. lovens § 208. Dette har en række sparekasser valgt. Se om de forskellige modeller for overgangen bl.a. Debatsoplygning om Aktivt ejerskab, 1999, p. 265 f. Med de modifikationer, der fulger af den forskellige organisationsform, er reglementet om pengeinstitutternes forhold i hovedtræk identiske.

økonomisk bistand til kapitalejere m.v. Loven om finansiel virksomhed indeholder dertil en række specialregler, der gælder for pengeinstitutter. Disse regler skyldes dels pengeinstitutternes særlige karakter i forhold til andre erhvervsdrivende selskaber, dels er de et udtryk for den betydning pengeinstitutterne har som led i samfundets finansielle system.

Pengeinstitutter er ikke omfattet af Arsregnskabsloven, jf. denne lovs § 1, stk. 3, nr. 1. Pengeinstitutternes regnskaber er reguleret i lov om finansiel virksomhed kap. 13, § 183 og følgende, samt en dertil knyttet regnskabsbe- kendtgørelse, udstedt af Finanstilsynet.

De særlige regler om pengeinstitutterne omfatter i øvrigt bl.a. skærpede krav vedrørende kapitalgrundlaget, krav til soliditeten, særlige bestemmelser om midlemes anbringelse og krav om at holde en rimelig likviditet. Der gælder tillige særlige regler om kvalifikationskrav til ledelsen i pengeinstitutter. Meget omtalt er de særlige krav om *fit and proper*, som skal opfyldes af pengeinstitutternes ledelse,<sup>48</sup> jf. lov om finansiel virksomhed §§ 64 og følgende. Ligeledes gælder der særlige regler om ledelsesafsløffning, jf. lov om finansiel virksomhed § 77a og følgende, samt særlige krav til ledelse og sty- ring af en finansiel virksomhed, jf. samme lovs §§ 70 og 71.

Den samfundsmedlelige betydning finder navnlig udtryk igennem den kon- trol med pengeinstitutternes virksomhed, som efter loven føres af Finan- tilsynet. Tilsynet kontrollerer ledende, at pengeinstitutterne drives i overens- stemmelse med reglerne om god skik, dvs. redelig forretningsskik og god pengeinstitutpraksis, jf. lov om finansiel virksomhed § 43, stk. 1.<sup>49</sup> Pengein- stitutter skal have tilladelse (koncession) efter lovens § 7. Den samfundsmed- lelige betydning var også baggrunden for gennemførelse af *offentlig repræsen- tation* i pengeinstitutternes bestyrelse. Repræsentationsordningen har imid- lertid haft begrænset betydning. Den har eksempelvis ikke hindret diverse bank- sammenbrud m.v. Ordningen blev derfor ophevet. Finanskrisen og de føl-

48. Se herved Finanstilsynets Fit and proper vejledning 2014. Se også Finanstilsynets Fit and proper oplysningskarma, som pengeinstitutterne skal benytte i forbindelse med godkendelsen af ledelsesmedlemmer. De senere ses debat vedrørende de særlige krav, som stilles til ledelsesmedlemmer af pengeinstitutter, krodsar om, hvorvidt der løben- da et sket styrkning i Finanstilsynets fit and proper-vurdering. Finanstilsynet base- rer i høj grad deres fit and proper-vurderinger på baggrund af de rotningssljer, som udarbejdes af ECB og de europeiske tilsynsmyndigheder, jf. således bl.a. ECB's Guide to fit and proper assessment, May 2018.
49. Jf. herom nærmere Peer Schaumburg-Müller, Kapitalmarkedet, 2004, p. 29 f. og 86 f. Se om de finansielle virksomheder også Larsen Lyngs Andersen & Peer Schaum- burg-Müller, Finanselskabene, 2010.

gende bankkrak, sager om hvidvask m.v. har ført til en række opstramninger i tilsynet med pengeinstitutter både i Danmark og i andre lande.<sup>50</sup>

*Forsikringsselskaberne* er ligeledes reguleret af lov om finansiel virksomhed. Forsikringsvirksomhed kan efter denne lov alene udøves af aktieselskaber, gensidige selskaber, pensionskasser samt udenlandske forsikringsselskaber efter særlig tilladelse (koncession), jf. lovens § 7. Selskabsloven gælder som baggrundslov også for forsikringsaktieselskaberne.

Nye realkreditinstitutter skal ligeledes være aktieselskaber, gensidige selskaber eller tværgående pensionskasser, jf. lovens § 12. For de realkreditinstitutter, der er aktieselskaber, gælder aktieselskabslovens almindelige bestemmelser med de fravigelser, der følger af de særlige bestemmelser i loven om finansiel virksomhed. Blandt de bestemmelser, der udtrykkeligt er fraveget, er selskabslovens regler om økonomisk bistand, jf. SL § 213. Dette hænger sammen med, at løn ydes på grundlag af faste ejendomme og deres værdi.

En væsentlig fravigelse af selskabslovens almindelige system ligger som nævnt i, at Finanstilsynet fører tilsyn med realkreditinstitutterne, ligesom det er tilfældet vedrørende de øvrige finansielle virksomheder,<sup>51</sup> jf. loven om finansiel virksomhed § 344 ff. Væsentligt er også, at realkreditinstitutterne ligesom de øvrige finansielle virksomheder skal have tilladelse (koncession) efter lovens §§ 7 og 8. Fælles for de finansielle virksomheder er endvidere, at der i lovens afsnit IV, § 61 og følgende, gives bestemmelser om ejerforhold, ledelse og indretning af virksomheden.

Enkelte aktieselskaber driver virksomhed på grundlag af en særlig koncession. En koncession indeholder dels en tilladelse til at drive den pågældende virksomhed og dels sædvanligvis en eneret hertil (monopol). De fleste monopolier er imidlertid ophævet som følge af EU-liberaliseringer. Lov-

50. Se om det danske tilsyn bl.a. Rigsrevisionens Beretning til Statorevisorerne om Finanstilsynets aktiviteter i forhold til Roskilde Bank A/S, juni 2009, jf. Finanstilsynets redegørelse af 17. juni 2009 om samme emne. På et overordnet europeisk niveau virker ESMA – European Securities and Markets Authority – som et tilsyn med de nationale tilsyn med henblik på at sikre en ensartet tilsynspraksis og efterlevelse af EU-retten. Se om ESMA bl.a. Jesper Lau Hansen i NTS 2011:4 p. 72 ff. Finanskrisen har også ført til væsentlige opstramninger i de materielle regler vedrørende driften af de finansielle virksomheder. Jf. bl.a. Hanne Sondergaard Birkense i NTS 2011:1 p. 47 f. ESMA udgør sammen med EBA på bankområdet og ETOPA på området for forsikring og arbejdsmarkedspension en del af det federale tilsynssystem European System of Financial Supervision (ESFS), som blev indført efter finanskrisen. Se også om tilsynet med pengeinstitutters corporate governance Mette Winther Lefquist i NTS 2015:4 p. 32 f., jf. samme i Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 2/2014 p. 165 f. og nr. 3/2014 p. 243 f.
51. Se om Finanstilsynets tilsynsvirksomhed de årlige beretninger fra Finanstilsynet.

### Kapitel 3. Selskabsloven omfatter forskellige selskabstyper

givningen kræver dog fortsat, at der foreligger en koncession (tilladelse) i visse tilfælde. Et eksempel er (endnu) de selskaber, der driver tips, lotteriet og væddemål efter loven herom. Udbud eller arrangement af spil kræver tilladelse efter spillelovens § 3, jf. lov bkg nr. 1303 af 4. september 2020. I nogle af de koncessionerede selskaber har det offentlige også en større eller mindre aktiepost. Koncessionerne for disse selskaber forbeholder en bestemt aktivitet for selskabet, men giver til gengæld det offentlige indflydelse på selskabernes drift, forbeholder offentlig godkendelse af vedtægter og regnskaber m.v. Herudover gælder selskabslovens regler.

Efter kapitalmarkedsloven kræver virksomhed som fondsbørs, værdipapir- eller pengemarkedsmedlemmer, clearingscentral og værdipapircentral tilladelse fra Finanstilsynet. Virksomheden kan alene drives i aktieselskabsform. Kapitalmarkedsloven indeholder en række betingelser for, at der kan gives tilladelse, samt nærmere regler om ledelses- og kapitalforhold m.v. Finanstilsynet fører dertil løbende solvens- og virksomhedstilsyn.<sup>52</sup> I modsætning til tidligere har ingen af de nævnte virksomheder monopol.

En særlig lov, nr. 345 af 2. juni 1999, var gældende for Dansk Olie og Naturgas A/S (DONG). Denne lov blev ophevet i 2004 for at skabe forudsætning for privatiseringen af DONG A/S. Også en række af de øvrige offentligt ejede selskaber hviler på særlig lovgivning. Særlige love er således vedtaget i forbindelse med privatisering af dele af den offentlige sektor. Se eksempelvis vedrørende privatiseringen af Postgiro, der skete ved vedtagelse af en lov om Giro Bank A/S i 1991, jf. de nogenlunde tilsvarende love om A/S Københavns Lufthavne og om Tele Danmark A/S fra 1990, Love om DSB Rederi og DSB Busser fra 1995, lov om den selvstændige offentlige virksomhed DSB og DSB S-tog A/S fra 1998 og lov om TV 2 Danmark A/S fra 2003.

Disse love indeholder dels bestemmelser, der omhandler overgangen fra offentlig til privat virksomhed, dels bestemmelser om formål, organisationsform m.v., som fastholder en offentlig indflydelse.

### 3.7. Særligt om erhvervsdrivende fonde

De første fondslove, *loven om erhvervsdrivende fonde og loven om fonde og visse foreninger* (den almindelige fondslov) begge fra 1984, blev vedtaget som et led i regeringens målsætning om at tilvejebringe en sammen-

52. Se om reguleringen af værdipapirmarkedets virksomheder Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Barsretten, 6. udg., 2019, p. 109 ff.

hængende og ligeartet retstilstand til regulering af forholdene for erhvervsmæssig virksomhed.

Begge love trådte i kraft den 1. januar 1985 med visse overgangsbestemmelser.<sup>53</sup> De er senere ændret flere gange bl.a. i forbindelse med ændringerne i selskabslovene og årsregnskabsloven. En ny lov om erhvervsdrivende fonde blev vedtaget i 2014. Den gældende lov er lovbg. nr. 984 af 20. september 2019.

Loven om erhvervsdrivende fonde har både i sin opbygning og indhold væsentlig lighed med selskabsloven. Sammenhængen understreges af, at anmeldelse og registrering af de erhvervsdrivende fonde skal ske hos *Erhvervsstyrelsen*, som tillige er *fondsmyndigheden*, jf. henholdsvis lovens §§ 11 og følgende og § 24. En erhvervsdrivende fond skal have en grundkapital på 300.000 kr. som kan indskydes kontant eller i værdier, jf. lovens § 31 og følgende.

Loven om erhvervsdrivende fonde indeholder bestemmelser, som også har umiddelbar betydning for aktieselskaber og anpartsselskaber:

Den almindeligt forekommende konstruktion,<sup>54</sup> hvor en fond direkte eller gennem mellemled ejer eller dominerer aktie- eller anpartsselskaber, således således af lovens definition af begrebet erhvervsdrivende fonde, jf. lovens § 2, stk. 1, nr. 3.

Som nævnt nedenfor i kap. 15.1 omfatter selskabslovenes koncerndefiniti-ot kun tilfælde, hvor moderenselskabet er et aktie- og anpartsselskab. På dette punkt suppleres de selskabsretlige regler af koncernbestemmelser i loven om erhvervsdrivende fonde. Erhvervsdrivende fonde er omfattet af årsregnskabsloven, jf. årsregnskabslovens § 1, stk. 1. Koncerner med en fond som moderfond skal efter loven udarbejde koncernregnskaber med udgangspunkt i årsregnskabslovens krav. Selskabslovens regler om medarbejderrepræsentation finder tilsvarende anvendelse på en erhvervsdrivende fond og dens datter-

53. Se om den nye erhvervsfondslov *Rasmus Kristian Feldthausen & Martin Poulsen* i NTS 2015:1 p. 46 f. Se også Anbefalingerne for god fondsledelse, juni 2020, og i det hele *Peer Schaumburg-Müller & Erik Werlauff*, Fondenes retsforhold, 2019.

54. Debatoplægget om Aktivt Ejerskab, 1999, indeholder p. 51 ff. en række analyser af ejerstrukturen i dansk erhvervsliv. Blandt de forhold, der karakteriserer Danmark, er et betydeligt fondseje. Af de 500 største koncerner var således 57 (11,4 %) fondsejede, jf. tabel 4,4 p. 59. Blandt de berømmede selskaber var 20 fondsejede, heraf en række af Danmarks største virksomheder som A.P. Møller, Carlsberg, Novo Nordisk, Danfoss, Grundfos m.fl. Antallet af erhvervsdrivende fonde i Danmark er godt 1300. Se herved også Erhvervsstyrelsens Undersøgelse om erhvervsdrivende fonde, marts 2017.

### Kapitel 3. Selskabsloven omfatter forskellige selskabstyper

virksomheder, jf. erhvervsfondlovens § 64, og loven indeholder yderligere en række koncernregler, som til dels modsvarer selskabslovenes regler.

En erhvervstrivende fond er karakteriseret ved arten af den virksomhed, den udøver, jf. lovens § 2. En fond betragtes som erhvervstrivende, hvis den 1) overdrager varer eller immaterielle rettigheder, erlægger tjenesteydelser el. lign., for hvilke der normalt modtages vederlag, 2) udeover virksomhed med salg eller udlejning af fast ejendom eller, som nævnt, 3) har den i selskabslovens § 7 nævnte forbindelse med et aktie- eller anpartsselskab eller anden virksomhed.

Fonde, der har velgørende, almenyttige eller familiemæssige formål, omfattes af den almindelige fondslov, lovbg. nr. 938 af 20. september 2012 med senere ændringer. Justitsministeriet er fondsmyndighed for de ikke-erhvervstrivende fonde. Disse fonde skal alene anmeldes til skatemyndighederne, som også skal modtage deres regnskaber. At en fond betragtes som ikke-erhvervstrivende, er ikke ensbetydende med, at den ikke har nogen som helst forbindelse med eller indflydelse på aktiv erhvervsvirksomhed. En fond kan have kapitalandele i aktie- og anpartsselskaber, men betragtes først som erhvervstrivende, når den opnår en bestemmende indflydelse i et aktie- eller anpartsselskab efter koncerndefinitionen i selskabsloven.

Baggrunden for det udbredte fondseje i Danmark er typisk en kombination af overvejelser vedrørende generationsskifte og skat. Med et fondseje er virksomhedens ejersforhold og organisation fastlagt en gang for alle. Dette forhold er på en gang fondsejrets fordel og svaghed. Svagheden er i de seneste år bl.a. illustreret ved, at flere af de største fonde har haft problemer med vedtægtsbestemmelser, der krever, at fonden skal have bestemmende indflydelse over de underliggende selskaber. En sådan vedtægtsbestemmelse kan tage sig formstig ud for den koncipist af fondens vedtægter, der er optaget af at varetage den oprindelige stifters hensigter. Bestemmelsen kan imidlertid vise sig besværlig, måske ødelæggende, hvis erhvervsudviklingen senere krever udvikling og vækst i den underliggende virksomhed. En kontant kapitaltilførsel i det underliggende selskab vil eksempelvis kræve, at fonden deltager forholdsressigt, hvis ikke fondens aktieandel skal udvandes. Tilsvarende vil gælde med hensyn til virksomhedsovertagelser, der gennemføres efter reglerne om apportforhøjelser eller fusion.

En vis fleksibilitet er indbygget ved, at erhvervsfondslovens §§ 89 og 90 giver en adgang til at ændre fondes vedtægter bl.a. efter § 49, når vedtægtsbestemmelsen »har vist sig klart uhensigtsmæssig«. Med hjemmel i denne bestemmelse har fondsmyndigheden bl.a. givet Carlsbergfonden mulighed for

at reducere fondens kapitalandel under hensyn til Carlsberg-bryggeriernes behov for at deltage i den internationale konkurrence om ølmarkedet.<sup>55</sup>

55. Se om fondes betydning – og problemer – bl.a. Debatoplægget om Aktivt Ejerskab, 1999, p. 253 f., jf. hertil *Pernille Holmgård* og *Ida Rosenberg*, NTS 1999/3 p. 52 f., 60 f. og *Jytte Heje Mikkelsen*, RR 1999/11 p. 39 f. Jf. hertil også *Lynge Andersen* i Juridisk Instituts (HHK) Julebog 1999, p. 225 f., Hvomkr der Stifterviljen? Nye forudsætninger for en fonds dannelse. Se også Erhvervsstyrelsens »Undersøgelse om erhvervsdrivende fonde« 2017. Undersøgelsen er baseret på en stikprøve på 172 af de ca. 1360 erhvervsdrivende fonde, der på daværende tidspunkt var registreret i Erhvervsstyrelsen.



## International selskabsret

### 4.1. Erhvervslivet og selskabsretten internationaliseres

Dansk erhvervsliv – og danske selskaber – bliver i stigende grad internationalt orienteret. Mange danske selskaber ejes af eller ejer udenlandske selskaber, dvs. de indgår i *internationale koncerne*. Udenlandske investorer køber danske børsnoterede aktier, og danske investorer køber udenlandske aktier på mere og mere liberaliserede og internationale kapitalmarkeder. Danske selskaber udover aktivitet i udlandet, og udenlandske selskaber gør det samme i Danmark.

Alt det nævnte gør, at dansk selskabsret i stigende grad må ses i et internationalt perspektiv. Ikke mindst i de seneste år er det blevet almindeligt at sammenligne nationale selskabsregler. Med en mere og mere internationaliseret erhvervsstruktur kan lande med effektive og attraktive selskabsregler tiltrække virksomheder. Dette er tilfældet, hvis man uden videre kan stiftet et selskab i ét land og derefter frit udøve sine aktiviteter i andre lande respektive flytte selskabet til et andet land. Man kan sige, at der opstår et *marked for selskabsret*. Under alle omstændigheder virker både personer og selskaber i stigende grad over landegrænserne og dermed under forskellige reguleringssystemer. Et af de mest påtrængende problemer i såvel dansk som i international selskabsret er at fremme mulighederne for at foretage grænseoverskridende investeringer og erhvervsmæssige aktiviteter.

I takt med at personer og selskaber kan flytte og virke over landegrænser, kan de vælge mellem forskellige reguleringssystemer. Med inspiration i den amerikanske debat om den såkaldte *Delaware-effekt* føres der også i Europa en debat om, hvorvidt udviklingen vil føre til en konkurrence om at udforme

## Kapitel 4. International selskabsret

de bedste selskabsretlige regler – *a race to the top* – eller tværtimod til mere og mere lempelige regler – *a race to the bottom*.<sup>1</sup>

Kapiteloverskriften *international selskabsret* kan dække forskellige emner. Det kan for det første være tale om en – individuel eller komparativ – beskrivelse af retsreglerne og udviklingen i forskellige (hoved-)landes selskabsret, f.eks. engelsk *Company Law*, amerikansk *Corporate Law*, tysk *Getrechtsrecht*, samt af internationale harmoniseringsbestrebelser, f.eks. EU-harmonisering eller nordisk harmonisering. Uanset harmoniseringsbestrebelser og genseidig påvirkning er der stadig væsentlige forskelle med hensyn til valg af lovmodel, reguleringen af aktie- og anpartsselskaber (public/private companies), ledelsesmodeller, kapitalregler m.m. Nogle hovedtræk af den internationale selskabsret i denne forstand er givet foran i kap. 1.

For det andet kan der menes reglerne om *internationalt lovvalg* (IP), dvs. reglerne om, hvilken stats lovgivning der skal anvendes på et givet selskabsforhold. Nedenfor i afsnit 4.2 omtales hovedprincipperne i dansk international selskabsret i denne betydning.

Nogle problemer, som har IP-perspektiver, men også videregående EU-retlige og folkeretlige perspektiver, rummes i spørgsmålet: Gælder de danske selskabslove kun for danske selskaber? Dette spørgsmål aktualiseres bl.a. af eksistensen af internationale koncerne, hvor et problem er, om forskellige koncernbestemmelser i den danske selskabslovgivning (også) omfatter koncernens udenlandske selskaber. Disse problemer omtales nedenfor i afsnit 4.5.

For det tredje kan der være tale om at beskrive det stigende samarbejde over landegrænserne og behovet for at *læsse flytte selskaber* til andre lande. Nogle hovedlinjer om disse problemkredse gives nedenfor i afsnit 4.3.

### 4.2. Regler om internationalt lovvalg

#### 4.2.1. Registrerings- og hovedsædeteorien

Regler om internationalt lovvalg afgør, hvilken stats lovgivning der skal anvendes på et givet retligt problem. *Dansk international selskabsret* afgør, hvilket lands selskabsregler danske myndigheder og domstole m.v. skal an-

1. Se herom i det hele *Hanne Sondergaard Birkmose, Konkurrence mellem retssystemer*, 2004, og samme *JJ MJ* (2005) p. 35 f. Om den amerikanske udvikling f.eks. *John C. Coffee Jr., Columbia Law Review* 2002, vol. 102:1757 ff., *Racing Towards the Top: The impact of Crosslisting and Stock Market competition on International Corporate Governance* og *Mark J. Roe, Harvard Law Review*, 2005, vol. 118:2491 ff.

vende på selskabsforhold. Herom bruger man også betegnelsen *Selskabstosten*.

Internationalt findes to hovedteorier, som anses for afgørende i international-privatretlig henseende. Efter den ene er registreringssstedet afgørende for den selskabsretlige tilknytning (*registrerings- eller inkorporationsteorien*). Efter den anden anses selskabets *hovedsæde* for afgørende (*hovedsædeteorien*). Forskellige landes lovgivning og teori har og har haft forskellige opfattelser af, hvilken af de to hovedteorier der anses for gældende. Danmark (og bl.a. Holland, Storbritannien og Irland og de nordiske lande)<sup>2</sup> anses traditionelt at gå ind for registreringskriteriet, mens Tyskland og de øvrige EU-lande – indtil nogle nye domme fra EU-Domstolen, jf. straks nedenfor – har været anset for at hylde hovedsædekriteriet.

Hvis et dansk registreret selskab har sit faktiske hovedsæde i et land, der hylder hovedsædeteorien, kan dette selskab i det pågældende land blive betragtet som undergivet det pågældende lands selskabslovgivning. Konsekvensen er, at selskabet ikke anses for gyldigt stiftet efter det pågældende lands lovgivning. Eksempler herpå kendes f.eks. fra tysk ret.<sup>3</sup> Inden for EU er denne retstilstand imidlertid ændret efter EU-Domstolens afgørelser i *Centros-Überseeering-* og *Inspire Art-sagerne*. Se om disse domme nærmere i det følgende. Efter dansk opfattelse bliver et aktie- eller anpartsselskabs derimod som nævnt først et dansk selskab og undergivet dansk lov, når det registreres i Erhvervsstyrelsen.<sup>4</sup>

I forbindelse med registreringen af et dansk aktie- eller anpartsselskab skal selskabet opfylde kravene i selskabsloven. Selskabet skal bl.a. angive sit hjemsted i forbindelse med stiftelsen.<sup>5</sup> Hjemstedet defineres i SL § 5, nr. 13

2. Retstillingen i Norge er dog ikke ganske sikker; se bl.a. Roland Mörsdorf i NTS 2002:1/2 p. 28 f. om »Utslytning av norske selskaper til Europa» og Aaballe m.fl., Aktieloven, 4. udg., 2017, p. 69 f. Samt Tore Brüten, Selskabsrett, 6. udg., 2019, p. 46 (for stiftelsesteorien).
3. Jf. herved bl.a. Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen i NTS 1999:1 p. 37 f. om selskabers nationalitetskifte.
4. Retstillingen var tidligere usikker se bl.a. herved Philip, Studier i den internationale selskabsteori, 1961, p. 162 f., Peter Arnt Nielsen, International privat- og procesret, 1997, p. 631 f. Der er nu enighed i teorien om at dansk ret anvender registreringsteorien; jf. således Jesper Lau Hansen, Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten, 2. udg., 2018, p. 236 ff., 257 f., Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenschel, Introduktion til dansk selskabsret, 6. udg., 2020, p. 98 f., 147 f., og Werlaviff, Selskabsret, 11. udg., 2019, p. 55 f.
5. Tidligere fremgik dette direkte af kravet til vedtegterne, men kravet er ikke videreført i SL § 28, der angiver vedtegternes mindsteindhold, jf. nærmere nedenfor i kap. 5.2.3.

som den adresse har i landet, som selskabet kan kontaktes på. Selskaber skal have hjemsted i Danmark for at blive registreret her, men efterfølgende skal der ingen kontrol af, om selskabet faktisk ledes fra Danmark. Der foreligger ikke eksempler fra praksis på, at danske domstole eller myndigheder har stuetet, at et dansk registreret selskab ikke skulle være undergivet dansk ret, fordi det har sin hovedaktivitet i udlandet, jf. nærmere nedenfor. Angivelsen af hjemstedet tillegges i forbindelse med selskabets registrering, jf. anmeldestesbekendtgørelsens § 16, nr. 3, ikke betydning i relation til det internationale-privatretlige spørgsmål.

#### 4.2.2. Hvilke spørgsmål afgøres efter selskabsstatuttet?

Spørgsmål af selskabsretlig karakter afgøres for så vidt angår dansk registrerede selskaber efter danske selskabsretlige regler, og tilsvarende afgøres spørgsmål vedrørende udenlandsk registrerede selskaber efter det pågældende lands lovgivning. Hvad er da spørgsmål af selskabsretlig karakter? Dette belyses bl.a. af dommen i U 1998-1071 Ø om en dansk direktors erstatningsansvar over for det Gibraltar-selskab, hvori han var direktør. Gibraltar-selskabets konkursbo anmeldte et erstatningskrav vedrørende direktorens urettmæssige dispositioner i direktørens konkursbo. Gibraltar-selskabets bo gjorde gælderne, at der var tale om et selskabsretligt krav, mens det danske konkursbo antalte, at der var tale om et krav, der var omfattet af kontraktkonventionen, jf. om denne straks nedenfor. Østre Landsret afviste det sidstnævnte. Landretten fundt, at spørgsmålet om direktorens erstatningsansvar måtte afgøres efter lovgivningen på selskabets hjemsted. Da selskabet var registreret i Gibraltar, måtte den der gældende lovgivning anvendes. Dommen angik ansvaret over for selskabet. Er der tale om ansvar overfor enkelte aktionærer eller kreditorer, gælder selskabstatuttet næppe, jf. straks nedenfor.

Spørgsmål af selskabsretlig karakter omfatter også spørgsmål om selskabets stiftelse, selskabsorganernes struktur og kompetence, repræsentation og tegningsret samt opløsning.<sup>6</sup>

Spørgsmål af ikke-selskabsretlig karakter afgøres af det lands regler, som udpeges efter IP-reglerne vedrørende de pågældende retsforhold. Er der eksempelvis tale om at beslutte tvister af aftaleretlig karakter, er *kontraktstatuttet* afgørende, herunder kontraktkonventionen (Rom-konventionen) af

6. Se om de IP- og processrelate implicater af international fusion Kim Østergaard i NTS 2006/4 p. 467.

1980.<sup>7</sup> Et der tale om erstatningsansvar, anvendes skadestedets lov (lex loci delicti).<sup>8</sup>

Kontraktkonventionen finder efter konventionens art. 1, stk. 2, litra c, ikke anvendelse på spørgsmål om selskabers stiftelse, handleevne, interne organisation og oplosning samt om ledelsens og deltagernes personlige ansvar for selskabets forpligtelser. Disse spørgsmål omfattes af selskabsstatutet, jf. ovenfor.

Ejeraftaler omfattes ikke af denne opregning af undtagelser fra kontraktkonventionen og er enten direkte eller analogt omfattet af Rom-konventionens regler. Der kan således gyldigt indgås en lovalgsaftale, der bestemmer, hvilket lands regler der skal anvendes, jf. konventionens art. 3 jf. forudsætningsvis U 2008.2441 SH. Er intet aftalt, anvendes ifølge konventionens art. 4 loven i det land, som aftalen har sin nærmeste tilknytning til.

Retsplejelovens ksp. 22 indeholder reglerne om de danske domstoles nationale og internationale kompetence i formueretlige sager. Danmark har ved en parallelaftale trådt EU-domsförordningen (1215/2012). Efter retsplejelovens § 238, stk. 1, kan (udenlandske) selskaber sagsøges i Danmark, såfremt selskabet har sit hovedkontor (hovedforretningslokale) her.<sup>9</sup>

Efter Rpl. § 238, stk. 2, kan udenlandske selskaber endvidere sagsøges i Danmark, hvis de har et driftssted eller en filial her, jf. også nedenfor.

Særlige problemer opstår vedrørende børsnoterede selskaber. På den ene side gælder de selskabsretlige regler efter de nationale lovalgsregler for vedkommende selskab. Som følge af at mange selskaber lader sig notere på udenlandske børser – danske selskaber f.eks. i Sverige og svenske selskaber i Danmark – opstår problemet, hvilke kapitalmarkedsretlige regler der gælder for vedkommende selskab.

Kapitalmarksloven regulerer de fleste af disse problemer. Loven bestemmer således i § 1 lovens anvendelsesområde. Loven arbejder med begrebet *hjemland*, der er noget andet end det selskabsretlige hjemsted, som er det afgørende efter selskabsretten. Det børsretlige hjemland angiver, hvilken medlemsstats børsretlige lovgivning som skal efterleves af selskabet. Kapi-

7. Jf. hertil i det hele Peter Arnt Nielsen a.st. p. 485 f. og samme, International Handelsret p. 123 f.

8. Jf. herved nærmere Peter Arnt Nielsen, a.st. p. 601 f.

9. Jf. herved nærmere Gomard/Kistrup samt Lindencrone & Werlauff, Dansk Retspleje, 8. udg., 2020, p. 192 f., 200 f., om selskabers værneting. Se herved U 2019.1818 H om en sag mod en bestyrelsesformand med hjemting i USA. Sagen kunne anligges i Danmark efter Rpl. § 246, jf. § 243. Se også Kim Østergaard i NTS 2005 I p. 110 f.

talmarkslovens § 21, stk. 1, angiver bl.a. det borsretlige hjemland<sup>10</sup> som Danmark for udstedere af aktier med hjemsted (dvs. selskabsretligt hjemsted) i Danmark samt for udenlandske udstedere (dvs. selskaber med registreret hjemsted uden for EU eller øvrige lande, som har indgået aftale med EU på det finansielle område), der har valgt Danmark som hjemland.

Efter kapitalmarkslovens § 1, stk. 3, gælder de borsretlige oplysningsforpligtigelser i lovens kapitel 5 for udstedere, som har Danmark som hjemland, og hvis omstændige værdipapirer er optaget til handel på et regulert marked i Danmark eller inden for EU. Tilsvarende gælder efter § 1, stk. 4, reglerne om flagningspligt i kapitalmarkslovens kapitel 7 (storaktionærmeddelelser) for selskaber, som har Danmark som hjemland, og som har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et regulert marked i Danmark eller EU.

Kapitalmarkslovens kapitel 8 indeholder regler om overtakelsestilbud. Disse regler er gældende både for pligtmessige og frivillige tilbud vedrørende mælselskaber, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et regulert marked i Danmark.

### 4.3. Samarbejde over landegrænserne og flytning

#### 4.3.1. EU's etableringsregler

Etableringsfrihed er et af EU's grundlæggende principper. Hovedreglen herom findes i EF-Traktatens artikel 49 (tidligere artikel 43). Etableringsfriheden efter artikel 49 indebærer adgang for EU-statsborgere til at optage og udøve selvstændig virksomhed og til at oprette og lede virksomheder herunder selskaber på samme vilkår som medlemsstatens egne statsborgere.

Traktatens artikel 54 (tidligere artikel 48) udvider etableringsretten til også at gælde for EU-selskaber, dvs. selskaber, der er stiftet i overensstemmelse med en medlemsstats lovgivning og enten har deres vedtægtsmessige hjemsted, hovedkontor eller hovedvirksomhed inden for Fællesskabet. Det kræves også, at det pågældende selskab har en faktisk og vedvarende tilknytning til erhvervelivet i en medlemsstat.<sup>11</sup>

10. Se nærmere Jesper Løn Hansen, Kapitalmarksloven, 2020, p. 270 f.

11. Dette krav opstilles for at forhindre medlemslands-virksomheder i at udnytte etableringsreglene blot ved at etablere et altsålt ukreditable selskab, f.eks. i England. Det nærmeste indhold i kravet er dog umålt, se bl.a. Birgitte Sørensen, og Jens Hartvig Danielsen, EU-retten, 7. udg., 2019, p. 559 f.

Etablering i et andet EU-land kan ske ved oprettelse af agenturer, filialer eller datterselskaber, jf. artikel 49, stk. 1, 2. pkt. Dette kaldes *sekundær etablering*. Det kan også være tale om at oprette et nyt selskab eller om flytning af et selskabs hovedkontor. Dette kaldes *primær etablering*.

Retten til primær etablering gælder fuldt ud for personer. Der er derimod ikke for nærværende fuld ret for selskaber til primær etablering i andre EU-lande, jf. nærmere nedenfor i afsnit 4.3.2. Derimod kan også selskaber foretage sekundær etablering. F.eks. kan et tysk selskab udvide sin aktivitet til Danmark ved at åbne et agentur, oprette en filial eller stift et datterselskab.<sup>12</sup>

Et selskab afgør selv, hvilken sekundær etableringsform det vil anvende. Medlemsstaterne kan ikke ved diskriminerende bestemmelser tvinge personer eller selskaber til at bruge en bestemt etableringsform. Ligeledes må den etablerede virksomhed ikke efterfølgende utsættes for *diskrimination*, ligesom nyere praksis fra EF-Domstolen viser, at medlemsstaterne skal kunne begrunde de *restriktioner*, de sætter for udøvelse af disse rettigheder.

#### 4.3.2. Regler om selskabers primære etablering og flytning, grænseoverskridende fusion og spaltning

##### 1. Grænseoverskridende fusion og spaltning

Selskaber i forskellige stater kan ønske at gennemføre en *egentlig fusion*. Ved en sædvanlig overtagesfusion ophører det ene selskab og overtages af det andet, jf. nærmere nedenfor i kap. 16. Det ophørende selskab kan siges at udøve en *primær etablering*.

EU-reglerne muliggør gennemførelse af fusion på tværs af landegrænserne. Regler om grænseoverskridende fusioner findes i det 10. direktiv 2005/56/EF, som blev vedtaget i 2004. Direktivet blev implementeret i 2007 ved indsættelse af nye kapitler i aktie- og anpartslovene, som omfatte både grænseoverskridende fusion og spaltning.<sup>13</sup> Reglerne findes nu i

12. Andre former for etablering kan tænkes, jf. om kravene til etablering nærmere *Engsig Sørensen*, og *Jens Hartig Danielsen* a.st. p. 561 f.
13. På grundlag af EU-Domstolens afgørelse i den såkaldte *SEVIC-sag*, sag C-411/03, må det antages, at Erhvervsstyrelsen også på grundlag af traktaten er forpligtet til at registrere en international fusion med et dansk selskab som fortættende. Se om SEVIC-dommen og grænseoverskridende fusioner *Karsten Engsig Sørensen* i NTS 2005:4 p. 23 f., *Søren Friis Hansen* i NTS 2006:2 p. 39 f., *Niels Bang Sørensen* i NTS 2006:2 p. 65 f. og *Thomas Rønfeldt* og *Erik Werlauff* i U 2006B, p. 181 f. Se om forholdet til det skatteretlige fusionsdirektiv *Liselotte Hedetoft Madsen* i NTS 2006:2 p. 69 f. samt om selskabers mobilitet i det hele *Karsten Engsig Sørensen* i Erhvervsjuridisk Tidsskrift, nr. 2, 2006, p. 110 f., *Jan*

selskabslovens kap. 16. Reglerne om grænseoverskridende fusioner og spaltninger omtales nedenfor i kap. 16.

Henudover er det muligt for aktieselskaber at fusionere på tværs af grænser i EU, således at resultatet af fusionen bliver et Europæisk Selskab (SE-selskab), jf. nedenfor.

Et samarbejde på tværs af landegrænserne – også ud over EU – kan ske ved, at der etableres en koncernstruktur med et overordnet holdingsselskab, der er hjemmehørende i et land og de af samarbejdet omfattede selskaber som datterselskaber hjemmehørende i de respektive stater. Dette har hidtil været den mest anvendte metode til at organisere internationale virksomheder, jf. også nedenfor i kap. 15. Et selskabsretligt alternativ er etablering af cross-holding mellem de respektive selskaber.<sup>14</sup>

## 2. Flytning af det faktiske hovedsæde

En grænseoverskridende flytning af hjemsted kan kun besluttes, hvis lovgivningen i det land, som selskabet ønsker at flytte fra eller til, tillader grænseoverskridende flytning af hjemsted. Man kan sondre mellem flytning af det registrerede hjemsted og flytning af det faktiske hovedsæde (hjemsted). Det sidstnævnte omtales i denne afsnit, det forstnævnte nedenfor i næste punkt. Det kan tænkes, at selskabet bevarer sin status som dansk registreret selskab, men flytter sine aktiviteter til en anden medlemsstat. Hvis selskabet flytter sine aktiviteter og sin ledelse på en sådan måde, at man kan sige, at det *flytter sit faktiske hovedsæde*, rejses en række problemer. For det første kan man spørge, om et dansk registreret selskab overhovedet kan flytte sit hovedsæde til udlandet og dog stadig være undergivet dansk selskabslovgivning. Det kan næppe gives et ganske klart svar. Det er bl.a. ikke afgjort, hvad der præcis skal til, for at man kan tale om flytning af hovedsæde. Et dansk bygges- eller entreprenørselskab kan udøve sin erhvervsmæssige aktivitet i Tyskland og f.eks. lede denne fra et kontor i Berlin, men fortsat have et kontor eller postadresse i Danmark. Er dette en flytning? EU-Domstolen har i sag C-210/06, *Cartesio*, samt i C-378/10, *VALE*, sillet fast, at etableringsreglerne ikke er til hinder for, at medlemsstaterne har regler, der forhindrer, at et selskab, der er stiftet efter det pågældende lands regler, flytter sit faktiske hovedsæde til et andet land. Erhvervstyrelsen har tidligere haft den opfattelse, at danske selskaber skal have deres faktiske hovedkontor ved deres vedtagtsmæssige

Schmitz Christensen og Sølle Dahl Laurzen, *Det Europæiske Selskab*, 2007, p. 61 f., og Lone L. Hansen, *International fusion og spaltning*, 2007, p. 27 f.

14. Se om cross-holding nærmere nedenfor i kap. 8.4.

hjemsted i Danmark. Selskabsloven har ændret dette; se om hjemstedet nædensfor i kap. 5.2.3.2.

Selv om det ud fra et registreringskriterium må antages, at et dansk selskab kan flytte sit faktiske hovedsæde til et andet land og stadig være undergivet dansk selskabslovgivning, indeholder kravet om angivelse af selskabets vedtægtsmessige hjemsted dog det materielle krav til danske selskaber, at de må opretholde et dansk forretningskontor, hvor aktionærer og forretningsforsindelser m.v. kan komme i kontakt med selskabet jf. herved SL § 5, nr. 13.<sup>15</sup>

Flyttes det faktiske hovedsæde til et land, der hylder hovedsædeteorien, vil dette – efter det pågældende lands regler – medføre, at selskabet skal følge det pågældende lands selskabslovgivning. Efter traditionel tysk ret vil selskabet f.eks. ikke have opfyldt de tyske stiftelsesregler, og selskabet vil derfor ikke være gyldigt stiftet. I praksis har flytning af hovedsæde til Tyskland dermed været umulig.<sup>16</sup> Et i realiteten tilsvarende resultat kan dog opnås, såfremt der erhverves eller nystiftes et tysk selskab, hvortil selskabets aktiviteter overdrages. Der er dog ikke dermed sket en primær etablering, idet det i så fald er det tyske selskab, der driver aktiviteten videre.

### 3. Flytning af hjemsted

Et selskab kan ønske at skifte nationalitet, således at det overgår fra at være et dansk registreret aktieselskab til f.eks. at være et tysk registreret AG. Man betegner ofte et sådant skifte som en forlæggelse af det vedtægtsmessige hjemsted. Et sådant nationalitetsskifte var efter hidtidig dansk selskabslovgivning kun muligt ved en opløsning af det danske selskab med påfølgende nystiftelse af selskabet efter reglerne i den tyske Aktiengesetz. I praksis vil dette gøre nationalitetsskifte umuligt. Årsagen til, at nationalitetsskifte fra og til Danmark ikke var muligt, var den enkle, at dansk (selskabs)lovgivning ikke indeholder hjemmel hertil. En sådan hjemmel findes i visse andre EU-staters lovgivning. Forslaget til det 14. direktiv indeholder regler om fremgangsmåden ved nationalitetsskifte samt bestemmelser, der skal beskytte selskabets mino-

15. Se om *Cartesio*-dommen og forholdet til dansk ret nærmere *Karsten Enggård Sørensen* i NTS 2009:1/2 p. 18 f. og om forholdet til norsk ret *Roland Mörsdorf* i NTS 2009:1/2 p. 28 f. Spørgsmålet er ikke omtalt i forarbejderne til selskabsloven. Forslaget til de nye regler om flytning af hjemsted angik alene flytning af det registrerede hjemsted. I den EU-retlige litteratur diskuteres, om hovedsædeteorien er i strid med Traktatens artikler 43 og 48. Dette har Domstolen tidligere afvist ved sagen 81/87 *Daily Mail*. Diskussionen er imidlertid blevet aktuel som følge af *Centrus*, *Überseering*- og *Inspire Art*-afgørelserne, jf. foran i afsnit 4.2.1.
16. JE således *Mette Neville* a.st. p. 164 f. Den traditionelle tyske opfattelse kan imidlertid ikke opretholdes efter *Überseeering*- og *Inspire Art*-afgørelserne, jf. afsnit 4.5.

titeter og kreditorer i forbindelse med nationalitetsskiflet. Vedtagelsen af direktivet har tidligere været prioriteret højt af Kommissionen, men komplikationer bl.a. af Centros-dommen, der har anfægtet hovedsædekrteriets holdbarhed efter EU-retten, jf. nedenfor i punkt 4.5.<sup>17</sup> Med direktiv 2019/2121/EU er der indført fælles EU-regler om hjemstedsflytning og grænseoverskridende fusion og spaltning.

Moderniseringssudvalget overvejede, hvorvidt der skulle gennemføres danske særegler om grænseoverskridende flytning af hjemsted. Dette blev anbefalet af udvalgets flertal, og Modernisingsbetænkningen indeholder p. 431 f. et forslag til et nyt kapitel (17) herom. Kapitlet udgik imidlertid under behandlingen i Folketinget, idet det blev vurderet som mest hensigtsmæssigt at afvente et eventuelt EU-direktiv herom. Imidlertid har EU-Domstolen i Vale-sagen<sup>18</sup> fastslået, at det ikke kan nægtes et selskab at flytte hjemsted til en anden medlemsstat. På den baggrund har Danmark som et af de første EU-lande indført bestemmelser, der tillader flytning af hjemsted. Reglerne findes i et nyt kap. 16 a i selskabsloven. Reglerne er modeleret over reglerne om grænseoverskridende fusioner og spaltninger. De omtales nærmere nedenfor i kap. 16.

#### 4.3.3. Forordningen om Det europeiske aktieselskab (SE)

EU har i mange år arbejdet på at forbedre mulighederne for samarbejde mellem selskaber inden for fællesskabet. Det 10. direktiv om grænseoverskridende fusioner mellem nationale selskaber inden for EU er et eksempel herpå. De mest vidtgående bestrebelser har imidlertid været arbejdet med at oprette et selvstændigt europæisk selskab, et *Societas Europaea* (SE).

Kommissionen fremsatte sit første officielle forslag til et fælles europæisk selskab i 1970. Dette forslag havde form af en forordning og var meget omfattende.<sup>19</sup> Forslaget tilsigtede at regulere alle forhold vedrørende SE-selskabets etablering og virke. Reviderede forslag blev fremsat i 1975, 1989 og senest i 1991.

17. Se hertil Mette Neville i JUR 1997 p. 145 f., Mette Neville og Karsten Engsig Sørensen NTS 1999:1 p. 37 f. om udkastet til det 14. direktiv. Se om dette også ZGR 1-2/1999 med en række indlæg fra et symposium om »Grenzüberschreitende Sitzesverlegung».
18. C-378/10, VALE. Se om dommen bl.a. Karsten Engsig Sørensen, NTS 2012:3/4 p. 126 f. og Friis Hansen og Krenschel, Dansk selskabsret 1, 6. udg., 2020, p. 124 f. Se også Gro Rosenmal i NTS 2014:1 p. 13 f. med en kritisk analyse af retsstillingen efter VALE og den nye selskabslovgivning.
19. 1970-forslaget findes i Bull. Supp. 8/70 og er bl.a. behandlet af Steincke og Englev i U 1973B, p. 99 ff.

I 1990'erne var den væsentligste tilbageværende forhindring for en gennemførelse af regler om SE-selskabet spørgsmålet om medarbejderindflydelse. Der er store forskelle mellem nationale traditioner og regler på dette område. På den ene side har stættet lande som Tyskland og Danmark, som længe har haft regler om medarbejderrepræsentation. På den anden side har lande som England og Spanien afvist tidligere forslag for ikke at risikere at blive tvunget til at indføre regler om medarbejderindflydelse i selskabslovgivningen.

På Det Europæiske Råds topmøde i Nice i december 2000 skete det endelige gennembrud i forhandlingerne. På baggrund af et kompromis om medarbejderindflydelse, der var blevet fremsat i den såkaldte *Davignon-rapport*,<sup>21</sup> nåede man til enighed om etablering af SE-selskabet.

Rådet vedtog *forordningen om statut for Det Europæiske Selskab og direktivet om medarbejderindflydelse* den 8. oktober 2001.<sup>22</sup>

Gennembruddet for SE-selskabet blev blandt andet skabt ved at reducere ambitionsniveauet. Kommissionens første udkast til en statut for SE-selskabet indeholdt 284 artikler. Den vedtagne statut indeholder 70 artikler. Reduktionen er, ud over flytningen af bestemmelsen om medarbejderindflydelse til et direktiv, navnlig sket ved brug af henvisninger til national ret. Denne såkaldte *renvoi-teknik* skaber en række nye spørgsmål og problemer i forhold til de tidligere forslag.

Det var oprindeligt hensigten, at der med etableringen af SE-selskabet skulle skabes en *supranational selskabsform*, der i vidt omfang skulle fungere uafhængigt af national ret. Som følge af det stærkt reducerede omfang af den fællesskabsretlige regulering af SE-selskabet har selskabet mistet den tilsigtede supranationale karakter.<sup>23</sup>

20. Final Report of the Group of Experts on European Systems of Workers Involvement.
21. Reglerne om SE-selskabet er gennemgået af Jacob Hjortshøj og Tomas Krüger Andersen i NTS 2001:4 p. 470 ff., af Niels Bang Sørensen og Mette Klingsten, RR 2002/1 p. 6 f. og af Sanne Dahl Laursen og Christen Boye Jacobsen i TIR 2002 p. 585 f. Reglerne om medarbejderindflydelse er omtalt af Ruth Nielsen i NTS 2002:2 p. 240 f. Se også Jon Stokholms vurdering af SE-selskabet i NTS 2002:2 p. 235 f. En samlet gennemgang findes i Schänumburg-Müller/Werlauffs SE-selskabet, 2011, samt i Jan Schans Christensen og Sanne Dahl Laursens omfattende fremstilling, Det Europæiske Selskab, 2007.
22. Jf. således også Sorika Phuskat, EuZW 2000/17, p. 528, og Engrig Sørensen, Samarbejde mellem selskaber i EF, 1993, p. 317 ff., samt Engrig Sørensen og Runge Nielsen, EU-retten 2, 1999, p. 104, vedrørende 1991-forslaget.

## Kapitel 4. International selskabes

Et SE-selskab kan kun etableres, såfremt der er et grænseoverskridende element. Nationale selskaber uden virksomhed i udlandet kan ikke omdannes til SE-selskaber.

Et SE-selskab kan kun stiftes på en af følgende måder:

1. Ved fusion mellem to eller flere selskaber fra mindst to medlemslande (artikel 2, stk. 2).
2. Ved etablering af et holdingselskab, såfremt mindst to af de »initiativtagende« selskaber henhører under forskellige medlemslandes lovgivning eller i mindst to år har haft et datterselskab eller en filial i et andet medlemsland (artikel 2, stk. 2).
3. Ved oprettelse af et fælles datterselskab, såfremt mindst to af de stiftende selskaber henhører under forskellige medlemslandes lovgivning eller i mindst to år har haft et datterselskab eller en filial i et andet medlemsland (artikel 2, stk. 3).
4. Ved omdannelse af et eksisterende selskab, som i mindst to år har haft et datterselskab i et andet medlemsland (artikel 2, stk. 4).

Hertil kommer, at et eksisterende SE-selskab altid vil kunne oprette et eller flere SE-datterselskaber (artikel 3, stk. 2).<sup>22</sup>

Den vigtigste nyskabelse i SE-statuten er, at der hjemles mulighed for en grænseoverskridende fusion mellem selskaber fra forskellige medlemslande.

Det 10. direktiv indeholder som nævnt regler, der giver nationale aktieselskaber adgang til at fusionere på tværs af landegrænser. Indtil dette direktiv blev implementeret, var fusionsmuligheden i et SE-selskab formentlig den væsentligste begrundelse for at vælge SE-selskabet. Det første SE-selskab med dansk deltagelse – Alfred Berg SE – har da også karakter af en international fusion.

Etableringen af et *SE-holdingselskab* sker ved, at de initiativtagende selskabers aktionærer helt eller delvis indskyder deres aktier i det nye SE-holdingselskab mod vederlag i aktier i holdingselskabet. Det er en betingelse, at de indskudte aktier skal give over 50 % af stemmerettighederne i hvert af de initiativtagende selskaber, jf. artikel 32, stk. 2.

Hvad enten et *SE-datterselskab* etableres af almindelige aktieselskaber (hvilket som nævnt forudsætter et grænseoverskridende element), jf. artikel 2,

23. For at komme uden om de noget tunge regler for stiftelse må det antages, at der vil opstå et marked for levering af »skuffe-SE-selskabere« på tilsvarende måde, som man kender det fra almindelige aktieselskaber, jf. nærmere Jacob Hjortshøj og Tomas Krüger Andersen i NTS 2002:1 p. 474.

stk. 3, eller det stiftes af et SE-selskab, jf. artikel 3, stk. 2, vil stiftelsen følge de nationale regler i hjemstedslandet med de ovennævnte modifikationer for så vidt angår kapital og registrering.

Etableringen af et SE-selskab ved *omdannelse* af et nationalt aktieselskab (med et grænsoverskridende element) forudsætter blandt andet udfordrigelsen af en omdannelsesplan og en beretning, hvori de juridiske og økonomiske aspekter om omdannelsen forklares og begrundes, ligesom der skal redegøres for folgerne af den vedtagne SE-selskabsform for aktionærer og medarbejdere, jf. nærmere artikel 37, stk. 2-9.

SE-selskabets kapital skal ifølge artikel 4 være på mindst 120.000 EUR svarende til ca. 895.200 DKK.<sup>24</sup>

SE-selskabets kapital, dennes opretholdelse samt kapitalforhejelse og -nedsættelse samt SE-selskabets aktier er omfattet af de regler, der gælder for det pågældende medlemslands aktieselskaber, jf. artikel 5.

SE-selskabet har ifølge artikel 1, stk. 3, status som juridisk person, og hæftelsen er som for aktieselskabers vedkommende begrænset, jf. artikel 1, stk. 2.

Et SE-selskab skal efter artikel 12 registreres i det medlemsland, hvor det har sit vedtægtsmæssige hjemsted. Det er ikke som i de tidlige udkast til forordningen adgang til samtidige hjemsteder i flere lande. Efter artikel 7 er det et krav, at selskabets hovedkontor er beliggende ved dets hjemsted, jf. også SE-lovens § 3. Hvis et SE-selskab ikke opfylder kravet om sammenfald mellem medlemsland for hjemsted og hovedkontor, skal det medlemsland, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, træffe passende foranstaltninger til at pålægge SE-selskabet at afhjælpe forholdet inden for en nærmere fastsat frist *enten* ved at flytte sit hovedkontor tilbage til det medlemsland, hvor det har sit hjemsted, *eller* omvendt, jf. artikel 64. Sker afhjælpning ikke, skal der indledes likvidationsprocedure.

Mod kravet om, at hjemsted og hovedkontor skal være i samme medlemsland, har man imødegået en væsentlig del af den usikkerhed, der knytter sig til de forskellige opfattelser, som henholdsvis inkorporations- og hovedsædeteorien er udtryk for. Begge teorier fører således til samme lovalg. Dette betyder dog næppe, at man helt undgår problemer, idet forordningen ikke bidrager til at fortolke begrebet hovedkontor. Indtil dette begreb er blevet nært

24. Der findes ikke i forordningen detaljregler om indbetalingsfrister, apportindskud og modregning. Se om anmeldelse af SE-selskaber, Erhvervsstyrelsens vejledning, oktober 2005 samt anmeldelseskendtgørelsen nr. 1377 af 12. december 2019, kapitel 9 .55-60 og følgende.

mere præciseret (gennem praksis fra EU-Domstolen), må det forventes at give anledning til problemer at håndhæve kravet i praksis.

Som en vigtig nyskabelse for SE-selskabet i forhold til nationale aktieselskaber er der i artikel 8 hjemmel til, at SE-selskabet kan flytte hjemsted over grænsen til et andet medlemsland, jf. herved også SE-lovens §§ 6 og fulgende. Sml. ovenfor om nationale selskabers mulighed for at flytte hjemsted.

SE-selskabets organisation skal ifølge artikel 38 bestå af *dels* en generalforsamling og *dels* enten et tilsynsorgan og et ledelsesorgan (det to-strengede system) eller et administrationsorgan (det en-strengede system) afhængigt af, hvilke muligheder der er valgt i vedtægterne.

Valgmuligheden mellem disse to organer skal bestå for SE-selskabet i samtlige medlemslande. Et dansk SE-selskab har således mulighed for at vælge et en-strenget system og et engelsk SE-selskab et to-strenget system.<sup>25</sup>

Generalforsamlingens kompetence svarer til kompetencen i et aktieselskab efter den nationale lovgivning, og det er også i vidt omfang de nationale stemmelser, der gælder for generalforsamlingens tilrettelæggelse og forløb samt afstemningsprocedurer.

Statuttet indeholder ingen regulering af områder som stemmedifferentiering og aktieklasser. Disse områder var reguleret i tidligere udkast til forordningen, men reguleres nu efter aktieselskabslovgivningen i det land, hvor SE-selskabet er registreret.

Statuttet henviser i del IV til de regler om årsregnskaber, som gælder for aktieselskaber i det medlemsland, hvori SE-selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted.

Statuttet henviser i del V til de regler om oplosning, som gælder for aktieselskaber i det medlemsland, hvori SE-selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted.

Det har været et vigtigt element i bestræbelserne på at gennemføre reglerne om SE-selskabet, at medarbejderne skulle sikres indflydelse. Det fremgår imidlertid af præamblen til direktivet, at det på grund af medlemslandenes meget forskellige regler og praksis på dette område ikke er tilrådeligt med en enkelt europæisk model for medarbejderindflydelse, som skal gælde for alle SE-selskaber.

Hovedprincippet i regleme er, at der skal gælde et *»før og efter-principe«*, således at de rettigheder, som medarbejderne havde inden stiftelse af et SE-

25. Se om SE-selskabers ledelsesstruktur nærmere Jan Schans Christensen & Sanne Dahl Larsen, Det Europæiske Selskab, 2007, p. 565 ff. Se også Peter Hommelhoff, AG 2001/6, p. 282 ff.

selskab, også skal danne grundlag for deres ret til medarbejderindflydelse i SE-selskabet.

Med henblik på at sikre medarbejdernes rettigheder fastlægger direktivet en særlig procedure, der skal følges ved stiftelse af et SE-selskab. Straks efter offentliggørelse af stiftelsesplanen for SE-selskabet skal ledelsen i de deltagende selskaber således oprette et særligt forhandlingsorgan med forholdsmaessig deltagelse af medarbejderne i de deltagende selskaber. Dette organ skal forhandle med ledelsen med henblik på en aftale om medarbejderindflydelse.

Alternativt til at indgå en aftale med ledelsen kan forhandlingsorganet beslutte at afbryde forhandlingerne og støtte sig til de regler om medarbejderindflydelse, som gælder i de medlemslande, hvor SE-selskabet har medarbejdere.

En aftale mellem forhandlingsorganet og ledelsen skal indeholde regler om information og høring af medarbejderne og kan indeholde regler om medbestemmelse, dvs. om medarbejderrepræsentation i SE-selskabets administrations- eller tilsynsorgan. Hvis et SE-selskab stiftes ved omdannelse, skal medarbejderne dog på alle områder sikres mindst samme niveau for medarbejderindflydelse, som var gældende i det selskab, der omdannes.

Hvis ledelsen og det særlige forhandlingsorgan ikke kan blive enige om en aftale inden for en frist på seks måneder (der dog kan forlænges med yderligere seks måneder), findes der i direktivets bilag et sæt standardregler om medarbejderindflydelse, der i så fald som udgangspunkt skal anvendes, jf. artikel 7.

Direktivet om medarbejderindflydelse skal implementeres i national ret. Direktivet lægger op til, at denne implementering enten kan ske ved lov eller ved overenskomst mellem arbejdsmarkedets parter, jf. herved artikel 14.

Reglerne om SE-selskabet giver anledning til, at medlemslandene gennemgår den øvrige lovgivning for at sikre sig, at denne i forneden omfang finder anvendelse på SE-selskaber. Det fremgår udtrykkeligt af forordningen, at denne ikke søger at regulere retsområder som for eksempel skatteret, konkurrenceret og insolvensret, jf. herved præambiens betragning 21. En afgørende forudsætning for SE-selskabets succes vil bl.a. være, at der findes en hensigtsmæssig skattemæssig regulering.<sup>26</sup>

26. Peter Hommelhoff, AG 2001/6, p. 285, betegner den manglende skatteretlige regulering som »Die offene Planke«. Se også Aage Michelsen i NTS 2002:1 p. 71 f. om muligheden for at anvende såkaldt »hjemstedslandsbeskatning«. Se om de skatteretlige aspekter også Nikolaj Vinther, TTS 2002:693 og Jan Schans Christensen og Sonne Dahl Laursen, Det Europæiske Selskab, 2007, p. 957 f.

Det fremgår af det anførte, at det ikke er lykkedes at skabe et regelsett, der gælder for alle SE-selskaber, uanset hvor de er stiftet. Hvert enkelt SE-selskab vil være regulert af regler på flere niveauer, nemlig af selve forordningen, af direktivteksten som implementeret i national ret, af national selskabsret i selskabets hjemland samt af selskabets egne vedtægter.

Der er således ikke tale om et SE-selskab af europæisk karakter, men derimod forskellige SE-selskaber efter henholdsvis dansk, tysk, engelsk model osv. Selv inden for de enkelte lande vil der endvidere kunne være betydelige forskelle mellem SE-selskaberne.

Set i et europæisk perspektiv er SE-selskabet dog principielt et væsentligt skridt fremad. Der blev åbnet mulighed for grænseoverskridende fusioner, flytning af et selskabs hjemsted over landegrænser samt større fleksibilitet i valget af ledelsesmodel. Vedtagelsen af SE-forordningen kan blive et skridt mod et egentligt supranationalt europæisk selskab. De hidtidige erfaringer med anvendelsen af SE-selskabet viser, at SE-selskabet – på trods af en fortsat begrenset anvendelse – i dag bliver anvendt i de fleste medlemsstater.<sup>27</sup>

SE-forordningen indeholder ikke en fuldstændig regulering af SE-selskabernes forhold, jf. ovenfor. Forordningen kræver vedtagelse af regler, der skal sikre en effektiv iværksættelse af forordningen. Dertil pålægger forordningen medlemsstaterne at fastsætte nationale regler på bestemte områder, og endelig er der mulighed for at vedtage supplerende regler på en række områder.

Folketinget har vedtaget en implementeringslov, SE-loven, nu lov bkg. nr. 735 af 5. juli 2019 tillige med et par følgelove med nogle ganske få konsekvensændringer i aktieselskabsloven, årsregnskabsloven og revisorloven, loven om finansiell virksomhed m.v.

Derudover er der vedtaget en lov til implementering af direktivet om medarbejderindsflydelse, lov nr. 281 af 24.4.2004. Se også reglerne om medindflydelse i forbindelse med grænseoverskridende fusioner og spaltninger i SL §§ 311 og følgende i kapitel 16.6.7. nedenfor.

SE-loven er relativt kort.

27. SE-selskabet har naturlig fundet anvendelse i en række store tyske selskaber. Motivationen synes dog mindre at være et ønske om at blive et supranationalt europæisk selskab efter SE-forordningens idegrundlag end at undgå de tyske regler om medbestemmelse i store selskaber. Kommissionens handlingsplan fra 2012 punkt 4.5 bebulder en informationskampagne for at øge opmærksomheden på det europæiske selskab. Ifølge The European Trade Unions database findtes der ultimo 2016 2670 registrerede SE-selskaber.

Lovens kap. 2 indeholder reglerne om SE-selskabers stiftelse. Lovens § 4 udnytter en mulighed i forordningens art. 2, stk. 5, om at et selskab, der ikke har hovedkontor i et EU- eller EØS-land, kan deltage i stiftelsen.

Stiftes et SE-selskab ved fusion, indføres en udvidet minoritetsbeskyttelse i forhold til de almindelige fusionsregler i selskabsloven. Lovens § 5 indfører en indløsningsregel, der svarer til den regel, der findes i SL § 110 vedrørende veduegtændringer, der kræver 9/10-deles flertal. Betragtningen er naturligvis den, at omdannelsen til et SE-selskab med muligheden for at placere hjemstedet i en anden medlemsstat er en væsentlig ændring i aktionærernes forudsætninger.

Efter SE-forordningen er det muligt at flytte hjemsted uden likvidation. Implementeringslovens §§ 6 og 7 indeholder regler, der beskytter minoriteter og kreditorer i en sådan situation. Efter § 6 kan minoriteten kræve indløsning, og efter § 7 kan kreditorerne kræve betaling for forfaldne krav og betryggende sikkerhedsstillelse for uforfaldne eller omtvistede krav.

Med hensyn til ledelsessystemet siger forordningen, at det enkelte SE-selskab kan vælge mellem et en-strenget og et to-strenget system. Det enkelte land må således gøre sig klart, om det har et en-strenget eller to-strenget system, idet der skal tilbydes det alternative system. Uanset at det danske system traditionelt betegnes som et (modificeret) to-strenget system, har SE-loven valgt den pragmatiske forståelse at karakterisere det danske system som en-strenget i denne og kan denne sammenhæng. Derved undgik man, at der skulle gennemføres væsentlige ændringer i aktieselskabsloven for at tilpasse denne til forordningens krav til den to-strengete ledelse.

Bestemmelserne i SE-lovens §§ 9-10 indeholder således regler om ledelsen i SE-selskaber, der vælger et to-strenget ledelsessystem. Efter § 10 kan tilsynsorganet bestemme, at visse kategorier af ledelsesorganets dispositioner kræver tilsynsorganets godkendelse jf. nedenfor i kap. 9 om selskabslovens system.

Vælges et en-strenget system anvendes selskabslovens regler om bestyrelsen på administrationsorganet.

Erhvervsstyrelsen forestår registrering af SE-selskaber, jf. lovens § 16. Erhvervsstyrelsen har som allerede nævnt udgivet en vejledning om anmeldelse af europæiske selskaber, senest opdateret oktober 2005 efter erfaringerne med etablering af det første SE-selskab med dansk deltagelse.

#### 4.4. Filialer

Danske selskaber kan etablere sig i udlandet, og udenlandske selskaber kan etablere sig i Danmark, ved at benytte sig af lokale selvstændige erhvervsvirksomheder, der virker som handelsagenter m.v. Den retlige basis herfor er et afslaggrundlag mellem virksomhed og agenter.<sup>28</sup> På det selskabsretlige plan står valget mellem oprettelse af datterselskaber og etablering af filialer. Etablering af et datterselskab sker på normal måde enten ved nyttelse af et selskab eller ved erhvervelse af den nødvendige majoritet i et bestående. Inden for EU giver etableringsreglerne som nævnt selskaber ret til at foretage sekundær etablering ved oprettelse af et datterselskab eller en filial.

Selskabslovene indeholder ikke særlige regler om etableringen af datterselskaber. Der opstår dog nogle særlige problemer med hensyn til fastlæggelsen af rækkevidden af de koncenregulerende bestemmelser i selskabsloven, jf. straks nedenfor. Selskabsloven indeholder derimod særlige regler, der regulerer filialers oprettelse og virke. Reglerne er en gennemførelse af det 11. selskabss direktiv. Reglerne gælder filialer i Danmark af udenlandske selskaber. Danske selskabers filialer i udlandet reguleres af de selskabsretlige regler i vedkommende land.

Et udenlandsk selskab kan som allerede nævnt vælge mellem forskellige former for at drive erhvervsmæssig aktivitet i Danmark. Beslutningen afgøres både af kommersielle overvejelser og af en vurdering af de retlige muligheder og konsekvenser. I relation til de sidstnævnte står det selskabsretlige valg mellem etablering af et datterselskab og en filial. Begge dele er udtryk for en særlig selskaberslig struktur, og begge dele er reguleret i selskabsloven. Et datterselskab er et selvstændigt selskab, som stiftes som andre danske selskaber og er underlagt de samme regler med hensyn til ledelsesforhold, kapitalkrav osv. som andre selskaber. I modsætning hertil er filialer ikke selvstændige juridiske enheder, men er i det hele en del af hovedselskabet og undergivet hovedselskabets regulering. En speciel problemstilling i denne henblik er, om en filialetablering kan anvendes af danske (og andre nationale) selskaber til at undgå nationale selskabsregler, som anses for byrdefulde. *Centros-dommen* har fast til, at der i flere lande drives erhvervsmæssig virksomhed efter andre landes (engelske) selskabsregler, jf. nedenfor i afsnit 4.5.

28. Jf. lov nr. 272 af 2. maj 1990 om handelsagenter og handelsrejsende, som gennemførte et EF-direktiv fra 1986 om selvstændige handelsagenter.

Der er ingen pligt til at vælge datterselskabsformen. Derimod antages det, at der er en pligt til at anmelde en filial jf. SL § 349, stk. 1 og stk. 2, samt Erhvervsstyrelsens Vejledning om filialer punkt 2, jf. straks nedenfor.

Reglerne om filialer af udenlandske kapitalselskaber findes i selskabslovens kap. 19. Erhvervsstyrelsen har udarbejdet en »Vejledning for filialer af udenlandske selskaber i Danmark« (senest opdateret i august 2019).<sup>29</sup>

SL § 345, stk. 1, fastslår, at udenlandske aktieselskaber, partnerselskaber og anpartsselskaber samt selskaber med en tilsvarende retsform kan drive virksomhed her i landet i filialform.<sup>30</sup> Selskaber fra EU-lande har ret til dette, mens selskaber fra andre lande kun kan oprette en filial, hvis dette er hjemlet i en international aftale, hvis der indrommes danske selskaber en tilsvarende ret i vedkommende land, eller Erhvervstyrelsen i øvrigt giver tilladelse her til, jf. SL § 345, stk. 2. Det fremgår af Erhvervsstyrelsens vejledning om filialer, at Danmark har indgået aftale med USA, Schweiz, Georgien og Sydkorea.

Filialer skal anmeldes til Erhvervsstyrelsen.<sup>31</sup> Med anmeldelsen skal følge oplysninger og bilag som angivet i anmeldelsesbekendtgørelsens § 16. Det skal bl.a. dokumenteres, at det udenlandske selskab er lovligt bestående i hjemlandet, og at det har en retsform, som medfører, at det kan sidestilles med et dansk aktie- eller anpartsselskab. Erhvervsankenævnet fandt i en kendelse af 17. september 1999 (98-180.953), at dette ikke var tilfældet i forhold til et Limited Liability Company (LLC) indregistreret i Delaware, USA. Sagen er et udtryk for Erhvervsstyrelsens generelle modvilje mod, at filialkonstruktionen benyttes til at omgå de danske selskabsregler, herunder også kravene om en minimumskapital. Danmark kan frit håndhæve en restriktiv praksis i så henseende i forhold til selskaber uden for EU/EØS, medmindre det dokumenteres, at en dansk virksomhed med samme formål som den anmeldte filial kan drive virksomhed i det pågældende land gennem en filial. EU-reglerne sætter dertil grænser for så vidt angår filialer af selskaber fra andre EU-lande. For så vidt angår den nævnte afgørelse fra Erhvervsankenævnet er det

29. Vejledningen giver også eksempler på, hvilke aktiviteter der efter en konkret vurdering medfører pligt til at etablere en filial. Kort kan det siges, at der kræves en mere omfattende og stabil aktivitet i Danmark. Det er op til det udenlandske selskab at vurdere, om det skal anmelde en filial.
30. Danske selskaber kan også have indenlandske filialer. Sådanne filialer er ikke omfattet af filialreguleringen i selskabslovens kap. 19. Filialer af grønlandske og færøske selskaber betragtes som indenlandske filialer.
31. Selskabsloven afgør ikke, hvornår et udenlandsk selskabs aktivitet i Danmark medfører pligt til at anmelde en filial. Erhvervsstyrelsens Vejledning om filialer giver i punkt 2.2 eksempler på aktiviteter, der ikke medfører pligt til at anmelde en filial.

gjort gældende, at der findes en dansk-amerikansk handelstraktat, som i lyset af den senere *Centros*-sag må føre til, at afgørelsen ikke kan opretholdes, if. nedenfor i næste punkt nærmere om *Centros*-sagen.<sup>32</sup>

En filial er ikke et selvstændigt retssubjekt. De rettigheder og forpligtelser, der erhverves eller pådrages i forbindelse med filialens virksomhed, tilkommer henholdsvis påhviler det selskab, som har etableret filialen, dvs. det udenlandske selskab. Selskabet hæfter med hele sin formue, herunder også de i Danmark varende aktiver, for filialens forpligtelser. Det er omdebatteret, om en filial kan tages under selvstændig konkursbehandling i Danmark.<sup>33</sup> Kommer det udenlandske selskab under konkurs, skal filialbestyretten anmelde dette til Erhvervstyrelsen, og oplysnings om det udenlandske selskabs status skal ske som en tilsløjse til selskabets navn, jf. SL § 349, stk. 3.

Det udenlandske selskab, der driver virksomhed gennem en dansk filial, er i alle retsforhold, der opdæk af filialens virksomhed i Danmark, underlagt dansk ret og danske domstoles afgørelse, jf. SL § 348. Denne regel betyder dog kun, at registreringen af en filial i Danmark ved anvendelse af internationale privatretlige regler anses som et afgivende tilknytningsmoment til Danmark.<sup>34</sup> Dansk ret skal anvendes, og danske domstole er kompetente, hvis dette følger af de danske regler om hjemstedets betydning for lovvalg og domstolskompetence. Sager vedrørende filialens virksomhed kan anlægges enten ved selskabets eller ved filialens hjemsted, jf. Rpl. § 238, stk. 2, og EU-Domskonventionens art. 5(5).

Hvis hovedselskabet går konkurs, kommer under rekonstruktionsbehandling eller tilsvarende ordning, skal dette registreres, men konkursen m.v. fører ikke til, at filialen slettes, jf. SL § 349, stk. 3. Se også Erhvervsankenævnes kendelse af 20. november 2006, der tillod registrering af et amerikansk selskab, der var under rekonstruktion i medier af Chapter II i den amerikanske konkurslovgivning.

32. Se her til nærmere Troels Michael Løg, Filialbegrebet, 2010, p. 332 f., jf. også Jacob A. Drakot i NTS 2009-3 p. 72.
33. H. herved Lars Lindencrone Petersen og Anders Orgaard, Konkursloven, 14. udg., 2018, p. 108. Begrundede Comann/Schaumburg-Müller, Kapitalsekskaber, 8. udg., 2015, p. 655, og Lars Borch, Søren Corfitzen Wibut, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 1583, og Werlauff, Selskabret, 11. udg., 2019, p. 165. EU's konkursforskrift nr. 1346/2000 gælder ikke i Danmark som følge af vores forbehold vedrørende rettlig samarbejde.
34. JF. sildedes Comann/Schaumburg-Müller, a.o. p. 603 og Werlauff, Schaumburg-Müller, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 1554.

Danske filialer oprettes som nævnt ved anmeldelse til Erhvervsstyrelsen, jf. SL § 349. Filialen må ikke påbegynde sin virksomhed, før anmeldelse er sket.

Filialen skal ledes af en eller flere filialbestyrere, jf. SL § 346. Filialbestyreren sidestilles i det hele med et selskabs direktør.

Filialen skal ikke lave et selvstændigt årsregnskab, men det udenlandske selskabs årsrapport skal indsendes til Erhvervsstyrelsen, jf. ÅRL §§ 143 og 144. Selskaber i EU skal omtale deres eventuelle filialer i selskabets ledelsesberetning, jf. 11. direktiv artikel 11. Tilsvarende skal danske selskaber omtale deres udenlandske filialer i ledelsesberetningen, jf. ÅRL § 99, nr. 10.

Skatteretlige regler gør det dog nødvendigt, at der laves et selvstændigt (skatte)regnskab for filialen. Filialen skal indgive selvangivelse og beskrives af sin virksomhed i Danmark, jf. SEL § 2, stk. 1, litra a. Det afgørende i skatteretlig henseende er ikke, om virksomheden i Danmark udøves gennem en filial, i et datterselskab eller på anden måde. Afgørende er, om det udenlandske selskab i skatteretlig forstand har fast driftssted i Danmark. Som *eksempel* på et fast driftssted nævnes i OECD's modeloverenskomsts art. 5, stk. 2, bl.a. en filial.<sup>35</sup>

Filialer slettes efter reglerne i SL § 350, hvis selskabet begærer filialen slettet, hvis filialen ikke har en filialbestyrer, hvis årsrapporten ikke indsendes rettidigt, eller hvis en fordringshaver i en filial af et ikke-EU selskab godtgar ikke at have fået fyldestgørelse af sit krav i selskabets aktiver her i landet. Ligeledes slettes filialen, hvis det udenlandske selskab ophører, jf. herved U 1989.969 Ø. Dommen fastslog, at en sag mod en filial i Danmark ikke kunne fortsættes, efter at moderselskabet i Delaware var oplost.

Hvis en filial slettes, står den ikke længere som en aktiv virksomhed i Erhvervsstyrelsens IT-system, og filialens virksomhed i Danmark må ikke fortsættes, jf. SL § 349, stk. 2. Filialer, der slettes, kan genregistreres, hvis de forhold, der har fort til sletningen, ikke længere foreligger, jf. SL § 350, stk. 2, samt Erhvervsstyrelsens Vejledning om Filialer punkt 9.

#### 4.5. Nationale selskabsloves internationale rækkevidde

Den danske selskabslov indeholder ikke regler, der generelt tager stilling til selskabslovenes internationale rækkevidde. Som udgangspunkt finder love-

35. Jf. nærmere f.eks. *Aage Michelsen, Anja Svendgaard Dalgaard og Anders Nørgaard Larsen*, International skatteret, 4. udg., 2017, p. 354 f.

ne kun anvendelse på danske selskaber, bortset fra de særlige regler i lovens kapitel 19 om filialer af udenlandske selskaber. Selskabsloven og anmeldelsesbekendtgørelsen indeholder en række betingelser, som må opfyldes, for at en dansk registrering kan opnås, se således anmeldelsesbekendtgørelsens §§ 16 og 17 om stifternes bopel, selskabets adresse og hjemstedskommune og bestyrelsens og direktionens bopel samt SL § 87 om afholdelse af generalforsamling på selskabets hjemsted, jf. om denne bestemmelse nedenfor i kap. 11. De nævnte bestemmelser indeholder imidlertid ikke specifikke nationalitetskrav. For et selskab stiftet og registreret i Danmark efter disse og øvrige selskabsregler gælder danske selskabsretlige regler, uanset om selskabet i øvrigt ejes af eller ledes af udlanders eller fra udlandet. Omvendt må som udgangspunkt antages, at dansk selskabsret ikke finder anvendelse på udenlandsk registrerede selskaber, men derimod vedkommende fremmede lands ret.

Et principielt andet spørgsmål er, hvilken international rækkevidde de enkelte regler i selskabsloven har. Dette spørgsmål må afgøres ved fortolkning af de enkelte bestemmelser. Det står den danske lovgiver frit at give en bestemmelse global rækkevidde eller at begrænse den til kun at gælde i et snærværende omfang bestemt ved personelle, territoriale eller andre kriterier.<sup>34</sup> Hvis bestemmelsen gives rækkevidde ud over det danske territorium eller i forhold til andre end danske statsborgere, kan der dog blive håndhævelsesproblemer og folkeretlige problemer i forhold til andre staters suverænitet. Dette gælder dog kun for så vidt lovene pålægger udenlandske selskaber eller borgere pligter. Rettigheder, som måtte blive tillagt (også) udenlandske selskaber og borgere, vil næppe volde besvær.

De pligter, som f.eks. påhviler selskabet og selskabets ledelse, defineres af selskabslovens regler. De skal opfyldes, uanset om ledelsesmedlemmerne er danskere eller udlanders.

Alle kapitalejere, uanset nationalitet, kan udøve og påberåbe sig de rettigheder, som selskabslovens hjemler. En amerikansk storaktionær kan ek-

36. Jf. herved også om de børretlige reglers rækkevidde. Selskaber, der har deres aktier optaget til handel på Børsen i København, er således forpligtede til at overholde Børsens regler. Kapitalmarkedsloven indeholder regler, der bestemmer lovens anvendelsesområde, jf. lovens § 1 og nærmere foran i punkt 4.2.2. Andre lande kan knytte reguleringen til andre kriterier end dem, der gælder i Danmark. Se herved Paul Krüger Andersen, Niels Clausen, Jesper Lau Hansen, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 100 f. Generelt kan det siges, at en konsekvens af den stigende internationale værdipapirhandel er, at det ofte kan være vanskeligt at fastslå, hvilket lands retsregler der skal anvendes ved løsning af bestemte retlige konflikter, som kan indeholde børretlige, selskabsretlige og formueretlige aspekter.

sempelvis udnytte den ret, som SL § 70 og fulgende giver til at kræve indløsning af en minoritet på < 1/10. Omvendt er også udenlandske kapitalejere omfattet af de pligter, som påliver kapitalejere efter selskabsloven, således også indløsningspligten efter de nævnte bestemmelser i forhold til små minoriteter.

Selskabsloven indeholder som nævnt ikke særlige bestemmelser, der generelt angiver lovenes territoriale rækkevidde. Indtil videre er man derfor henvist til at afgøre spørgsmålet på grundlag af en fortolkning af de enkelte bestemmelser suppleret af almindelige internationale privatretlige grundsætninger.<sup>37</sup> Ikke mindst efter den stigende udbredelse af *internationale koncerne* viser der sig selskabsretlige problemer i forhold til en række koncernbestemmelser i lovene, hvor der er behov for et mere nuanceret svar. Dette gælder bl.a. vodrørende økonomisk bistand med selskabets egne midler (jf. SL § 206 ff.) og vedvarende egne kapitalandele (SL § 196 ff.), jf. om disse regler nærmere nedenfor i kapitlerne 8 og 15.

Et dansk registreret selskab skal have et (registreret) hjemsted i Danmark. SL § 5, nr. 13, definerer selskabets hjemsted som »den adresse her i landet, som selskabet kan kontaktes på«. Et manglende hjemsted i denne forstand kan føre til tvangsløsning, jf. SL § 225, stk. 1, nr. 2. Dette registrerede hjemsted kan nu som nævnt flyttes til udlandet, men der er heller ikke noget til hinder for, at et selskab ledes fra udlandet, når det blot har et her i landet liggende hjemsted i den angivne forstand, jf. ovenfor i punkt 4.3.2.

Omvendt kan man spørge, om en dansk virksomhed uanset væsentlige tilknytningsforhold til Danmark i form af forretningsdrift og (reelt) hovedkontor her kan unddrage sig danske selskabsregler ved at iværksætte aktiviteterne inden for rammerne af et udenlandsk registreret selskab. Som udgangspunkt anerkendes i Danmark, at et selskab, der er gyldigt stiftet f.eks. i England, skal bedømmes efter engelske selskabsretlige regler. Det er en konsekvens af registreringsteorien. Men gælder dette også, hvis hele selskabets aktivitet er i Danmark, og der kun er den forbindelse med England, at selskabet er registreret der?

De tilsvarende spørgsmål om de skatteretlige reglers rækkevidde har tildraget sig opmærksomhed i de seneste år i forbindelse med danske virksomheders oprettelse af og overflytning af indkomst til udenlandske selskaber.

37. Jf. berved Allan Philip, Dansk international privat- og procesret, 3. udg., 1976, p. 349 f., 357. Philip gik i denne bog og i disputatsen, Studier i den internationale selskabsteori, 1961, ind for, at registreringsstedet og ikke hovedsædet i hvert fald normalt skal være afgørende tilknytningsmoment ved lovalget. Denne opfattelse har siden været den almindeligste antagne i Danmark, jf. således de i note 4 anførte fremstillinger.

SEL § 1, stk. 6, tager stilling til dette spørgsmål. Efter bestemmelserne bliver et selskab fuldt skattepligtigt til Danmark, såfremt selskabet er registreret her i landet, eller ledelsen har sede her i landet.<sup>38</sup>

Selskabsretligt foreligger formentlig kun et rett problem, hvis selskabstilfælsen efter vedkommende fremmede lands regler er uden ethvert rett indhold i form af tilknytning til vedkommende land – bortset fra registreringen. Spørgsmålet er, om der i en sådan situation kan statueres registreringspligt i Danmark.

Det her rejste spørgsmål blev aktualiseret i EU-sammenhæng ved den nu meget kendte *Centros*-afgørelse.<sup>39</sup> Sagen angik et tilfælde, hvor et dansk ægtepar havde et engelsk Private Limited Company (Ltd.) med en indskudskapital på 100 £, som ikke var indbetalt, da dette ikke kræves efter de engelske selskabsregler. Ægtepartet anmeldte en filial af selskabet til Erhvervsstyrelsen, idet de havde planer om at drive deres virksomhed i Danmark i denne filials rammer. Centros Ltd. havde ingen aktiviteter i England. Erhvervsstyrelsen nægtede at registrere filialen uden dokumentation for, at selskabet drev med virksomhed i England. Erhvervsstyrelsens standpunkt var, at et udenlandsk selskab ikke må være en tom skal, der har til formål at undgå de danske kapitalkrav til selskaber. Denne omgåelses- eller proformabetrægtnign – af nogle formuleret som et krav om genuine link<sup>40</sup> – blev imidlertid under-

38. H. nævner *Aage Michelsen m.fl.*, Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 83 f. Skatteretlig modvirktes indkomstflytning til udenlandske selskaber også af de regler i SEL § 32 om CFC-beskattning. Se om disse regler f.eks. *Aage Michelsen m.fl.* s.m. p. 1190 f.

39. EU-Domstolens afgørelse i sag C-212/97, Centros Ltd., afsagt 9. marts 1999 jf. U 2000:1079 H. Centros-dommen har vækt international opmærksomhed. Se f.eks. Daniel Zimmer i ZHR 164 (2000) p. 23 f. »Mysterium Centros«. Dommen anses både for teoretisk og praktisk betydningsfuld. Dommen tillægges betydning på flere områder. Eller de flestes opfatelse er den til hinder for, at de lande, der hylder hovedsædeteorien, kan opretholde denne, jf. således Søren Friis Hansen, Juridisk Instituts' Lærebog (HHS) 1999 p. 143 f. »Nekrolog over Hovedsædeteorien«, Søren Friis Hansen i NTS 2000:1 p. 45 f. og NTS 2004 p. 431 f. samt Werlauff, U 2000B, p. 465 f. og senere Selskabsret, 11. udg., 2019, p. 56. Dommen har et EU-retligt perspektiv omfatende både etableringsretten og selskabsretten, jf. allerede Paul Krüger Andersen & Karsens Engsig Sørensen i Maastricht Journal of European and Comparative Law 1999, p. 47 f., samt Karsens Engsig Sørensen i NTS 1999:2 p. 92 f. Chresten Boye Jacobsen bemærker i NTS 2002:1 p. 78 f. b.l.a., at »Centros-sagen giver et stort bidrag til at akcentere pligten til gensegig anerkendelse medlemsstaterne imellem ... Den omstændighed at nogle lande har strengere regler end andre (fritager) dem ikke per se fra at anerkende andre selskabers lover«.

40. Stedet Werlauff, Klasseretten, 1996, p. 80 f.

kendt af EF-Domstolen ved en præjudiciel afgørelse. Afgørelsen har det EU-retlige perspektiv, at den tager udgangspunkt i EU's etableringsregler. Domstolen fastslår således, at det henhører under etableringsreglerne, at selskaber kan oprette filialer i andre EU-lande, og at det er uden betydning, om selskabets samlede aktivitet befinner sig i etableringslandet. Det forhold, at man under visse omstændigheder nægter at registrere en filial, anses som en hindring for udeøvelse af den fri bevægelighed, jf. præmis 21-22. Dommen anerkender dog hidtidig EU-praksis, hvorefter det enkelte land kan træffe foranstaltninger, der skal hindre, at traktatens regler anvendes på svigagtig måde eller med henblik på misbrug.<sup>41</sup> At man vælger at stifie et selskab i den medlemsstat, hvis selskabsretlige regler forekommer den pågældende at være de mindst byrdefulde, og at oprette filialer i andre medlemsstater, udgør imidlertid ifølge dommen ikke i sig selv et misbrug af etableringsretten.

Centros-sagen blev fulgt op af *Überseering-sagen* (C-208/00), *Inspire Art-sagen* (C-167/01) samt *Polbud-sagen* (C-106/16). Überseering-sagen angik et hollandsk anpartsselskab (bv), som blev købt af to tyskere og drev aktivitet i Düsseldorf. Überseering anlagde retssag ved byretten i Düsseldorf vedrørende nogle mangler på en ejendom, som ejedes af Überseering. Den tyske domstol afviste sagen, fordi Überseering havde forlagt sit faktiske hovedsæde til Tyskland og efter hovedsæde-teorien ikke havde retsvne i Tyskland. EU-Domstolen fastslog også i denne sag, at etableringsfriheden gælder således, at det hollandske selskab skulle anerkendes i Tyskland. Inspire Art-sagen angik et engelsk private limited company, som drev aktivitet i Holland via en filial. Domstolen slog fast, at nogle særlige hollandske selskabsregler ikke kunne anvendes på det engelske selskab. I Polbud-sagen tog EU-domstolen stilling til, om et polsk anpartsselskab, Polbud, kunne flytte dets selskabsretlige hjemsted fra Polen til Luxembourg, uden at den faktiske ledelse flyttede med. EU-domstolen videreførte retsstillingen fra Centros-sagen.<sup>42</sup>

Centros-afgørelsen og de efterfølgende afgørelser Überseering og Inspire Art m.fl. har givet anledning til en omfattende teoretisk og praktisk debat. En positiv konsekvens af afgørelserne kan som nævnt i indledningen blive etab-

41. Der gælder dog en række betingelser, der skal opfyldes, for at der kan indføres sådanne foranstaltninger (restriktionsforbuddet). Se generelt herom f.eks. Karsten Engsig Sørensen og Jens Hartig Danielsen, EU-retten, 7. udg., 2019, p. 573 ff. Disse betingelser anses ikke opfyldt i den konkrete sag.
42. Se nærmere om Polbud-sagen Karsten Engsig Sørensen i NTS 2018 p. 54, jf. også Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, Introduktion til Selskabsretten, 2020, p. 128 f.

Ieringen af et europeisk marked for selskaberet, hvor de europæiske lande konkurrerer om at tilbyde de bedste og mest effektive selskabsretssystemer. Dette kan igen føre til en tilnærmede EU-landenes selskabsret – uden at det er nødvendigt at vedtage yderligere harmoniseringsdirektiver m.v. Skeptikere frygter omvendt en negativ *Delaware-effekt*, et »race for the bottom», hvor enkelstaten ved at gennemføre meget liberale selskabsregler åbner for diverse misbrug. Mens *Centros*, *Überseering* og *Inspire Act* alle trak i retning af fri etablering, har den senere *Cartesio-dom*, C-210/06, rejst ny tvivl. Sagen angik spørgsmålet om et selskabs ret til at forlægge til hovedsæde til en anden stat, uden at selskabet dermed mistede sin status som juridisk person og sin oprindelige nationalitet, når de nationale myndigheder modsatte sig denne flytning af hovedsædet. EU-Domstolen udtalte, at det ikke var i strid med etableringsreglerne i artikel 49 TEUF og 54 TEUF, at en medlemsstat har lovgivning, som forhindrer et selskab, der er stiftet i henhold til denne medlemsstats nationale ret, i at flytte sit hjemsted til en anden medlemsstat og samtidig beholde sin egenskab af et selskab, der hører under national ret i den medlemsstat, efter hvis lovgivning det er blevet stiftet.<sup>43</sup> I *VALE*-sagen, C-378/10, der handlede om et tilfælde, hvor et italiensk anpartsselskab ønskede at flytte hjemsted til Ungarn, fastslog EU-Domstolen, at alle medlemsstater, der tillader nationale omdannelser af selskaber, som udgangspunkt også bør tillade grænseoverskridende omdannelser. Da der ikke på nuværende tidspunkt er vedtaget EU-regler på området (14. direktiv), må reglerne om omdannelse findes i henholdsvis oprindelses- og værtsmedlemsstater. De pågældende regler skal dog respektere de begrænsninger, der følger af etableringsretten. Som nævnt foran har Danmark i selskabslovens kapitel 16 a fastsat regler om flytning af hjemsted. Disse regler må antages at overholde kravene efter *VALE*-dommen.<sup>44</sup>

I Danmark har de administrative myndigheder forsøgt at vurdere, om konsekvenserne af *Centros*-afgørelsen vil skabe en strum af filialanmeldelser til

43. Der er ikke enighed i teorien om rækkevidden af dommen. *Karsten Engsig Sørensen* anfører således, at dommen indeholder, at de enkelte lande kan bestemme, hvilken tilknytning et selskab skal have til stiftelseslandet, men at nationale krav må opfylde de generelle krav, som EU-Domstolen opstiller, for at restiktive nationale foranstaltninger er lovlige efter art. 49 TEUF, jf. herved *Karsten Engsig Sørensen* i NTS 2009:1/2 p. 18 f. Sml. herved vedrørende den senere *VALE*-dom ovenfor i teksten. Se om dommen videre *Søren Friis Hansen* i SpO 2009:1 og *Troels Michael Lilja*, *Filialbegrebet*, 2010, p. 301 f. Se også om norske forhold *Roland Mörsdorf* i NTS 2009:1/2 p. 28 f.
44. Se om *VALE*-dommen nærmere *Karsten Engsig Sørensen* i NTS 2012:3/4 p. 126 f.

Erlvervstyrelsen. Dette har forståsrig ikke været tilfældet.<sup>45</sup> Som et varn mod misbrug gennemførte lovgiver på det konkrete punkt – øngelse af kapitalkravene – lov nr. 461 af 31. maj 2000, afgørt af opkrævningsloven, nr. 289 af 28. april 2003 § 11 a – som generelt krævede, at der er sikkerhed for statens mnts- og skattekrev. Selskabet skulle, når det blev registreret efter fire angivne skattelove, have en formue på mindst 125.000 kr. for at undgå sikkerhedsstillelse. Der blev imidlertid rejst begrundet tvivl om lovens forenelighed med EU-retten.<sup>46</sup> Opkrævningslovens § 11 a blev ophævet ved lov nr. 408 af 8. maj 2006 (indsats mod skatte- og afgiftsunddragelse – Fairplay II). Ophævelsen af § 11 a skete i forbindelse med skærpelsen af de generelle regler om sikkerhedsstillelse i opkrævningslovens § 11, hvorefter den specifikke bestemmelser i § 11 a ikke længere var nødvendig.

45. Dette synes derimod at være tilfældet i visse andre lande. I Norge er således antallet af filialer, de såkaldte NUF (Norsk registrert Udenlandsk Foretagende) steget kraftigt. Se Lena Johnsen i NTS 2007:2 p. 21 f. samt Beate Sjøfjell og Hedvig Bugge Reiersen i TIR 3/2010 p. 423 ff. Efter at bl.a. kapitalkravet blev reduceret til 30.000 kr., er interesseret for at anvende NUF'et mindsket, se således Tore Bråthen, Selskabsret, 6. udg., 2019, p. 47 f. Antallet af nystiftede engelske private limited companies er steget kraftigt, jf. herved Wilhelm Happ, ZHR 2005 p. 6 ff. Et meget stort antal engelske private limited companies har deres faktiske hovedsæde i Tyskland, jf. herved Horst Eidenmüller i ZGR 2007 p. 168 f., hvor det antages, at ca. 15 % af alle nystiftede selskaber i Tyskland i 2006 var private limited companies. Jacob A. Drabue har i NTS 2009:3 p. 73 f. statistiske oplysninger om danske filialer. Der er sket en vis stigning over en 10-årig periode, men der kan ikke påvises en entydig sammenhæng med EU-dokumentene. Nedsættelsen af kravene til minimumskapital og vil eliminere incitamentet til at anvende filialformen for at undgå kapitalkrav ved stiftelse af anpartsselskaber. Det er omdiskuteret, om ophævelsen af reglerne om iværksætterselskaber i 2019 vil ændre på dette. Se herved nedenfor i kap. 5.4. om iværksætterselskaber.
46. Jf. herved nærmere Søren Friis Hansen i NTS 2000:1 p. 45, Henrik Dam og Søren Friis Hansen i U 2000B, p. 252 f., samme i Festskrift til Bernhard Gomard, 2001, p. 73 f., samt Søren Friis Hansen i NTS 2003:4 p. 431 ff., 448, og samme, SpO 2003, p. 287 f. Se også Werlauff, EU-selskabret, 3. udg., 2002, p. 8 f.



## Stiftelse af aktie- og anpartsselskaber

### 5.1. Stiftelsesreglernes formål og stiftelsesproceduren

Stiftelse af et selskab krever gennemløb af en af loven tilretlagt procedure. Stiftelsesproceduren skal sikre, at selskabstiftelsen er reel og forsvarlig. Her til kræves, at der tilvejebringes et vist rimeligt kapitalgrundlag, at selskabets organisatoriske rammer og øvrige struktur fastlægges, og at interesserende, selskabsdeltagere og andre, sikres pålidelig og fyldestgørende information om det selskab, der søger stiftet.

Det andet Selskabsdirektiv, i direktivets oprindelige form, krævede øget beskyttelse af selskabsdeltagere og kreditorer i forbindelse med stiftelse og senere. 1982-sændringerne af selskabslovene indeholdt i overensstemmelse hermed væsentligt skærpede regler vedrørende stiftelsesproceduren. Med ændringerne af direktivet i 2006 og de heraf afledte ændringer i aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven, og med selskabsloven af 2009, blev trenden vendt. Nu går bestrebelsene på at forenkle og lette erhvervslivets byrder, bl.a. gennem øget digitalisering, jf. også foran i kap. 1.3.5 samt nedenfor i afsnit 5.8. Som led heri er stiftelsesreglerne ændret på flere punkter.

Stiftelse af et *aktieselskab* omfattede efter aktieselskabsloven fem trin, nemlig:

- a. oprettelse af et stiftelsesdokument med udkast til selskabsvedtægter
- b. tegning og indbetaling af aktiekapitalen
- c. afholdelse af en konstituerende generalforsamling
- d. anmeldelse af selskabet til registrering
- e. selskabets registrering.

Hvis stifterne, som det ofte er tilfældet i praksis, tegnede hele kapitalen, blev de første tre trin dog oftest foretaget på et og samme møde.

Stiftelse af et *anpartsselskab* var formelt enklere. Stifterne skulle løbes i et selskabets kapital i forbindelse med oprettelse af stiftelsesdokumentet. Be- slutningen om selskabets stiftelse var dermed taget, og selskabets kapital var fastlagt. Der kunne og skulle ikke tegnes kapital hos andre, og afdelene af konstituerende generalforsamling var deraf overflodig.

Efter selskabsloven af 2009 blev stiftelsesproceduren i aktieselskaber og anpartsselskaber ændret. Stiftelsen sker nu i én arbejdsgang, altså samtidigt med stiftelse. Tegning af kapital skal ske allerede på stiftelsesdokumentet, og det skal ikke afholdes en konstituerende generalforsamling for at træffe beslutning om selskabets stiftelse og for at fastlægge det endelige stiftelsesgrundlag. Med enkelte undtagelser, herunder vedrørende reglerne om ejerfastgods- erhvervelser i SL § 42 og følgende, og vedrørende de seneste lovensændringer også vedrørende kapitalkravene, er de materielle regler om stiftelse også endet.

Stiftelsesreglerne står i SL kap. 3, §§ 24 og følgende.

## 5.2. Stiftelsesdokumentet

### 5.2.1. Kravene til stifterne

Et kapitalselskab kan stiftes af en eller flere stiftere, jf. SL § 24, stk. 1. Stifterne kan, men behøver ikke, tegne kapitalandele. Tidligere stillede aktieselskabsloven krav om mindst tre stiftere, idet dette krav antoges at øge den synligheden for, at stiftelsesreglerne overholdes. Garantien herfor er nu så stor, at stifterne kan pådrage sig såvel et civilretligt som et strafretligt ansvar for en uforsvarlig stiftelse, jf. nedenfor i kap. 14.

Et kapitalselskab kan stiftes af enhver fysisk eller juridisk person, eller of- fentlig enhed, der har den fornødne retsvenne.

Stifterne kan være danske eller udenlandske. Tidligere skulle mindst en af stifterne af et aktieselskab dog være her i landet boende personer eller hjemmehørende selskaber m.v., medmindre Erhvervsstyrelsen undtag fra dette krav. Fravigelseerne af bopælskrav og hjemstedskrav er imidlertid såvidt angår statsborgere og selskaber m.v., der omfattes af EU's og EØS' regler om arbejdskraftens frie bevægelighed og om etablering og henvesteydelser. Disse personer og selskaber kan frit etablere sig i Danmark, herunder stiftle selskaber. På baggrund af EU-reglerne og med henvisning til den stigende internationalisering blev bopælskravet for stiftere m.v. ophævet:

2004.<sup>1</sup> Alle fysiske og juridiske personer og offentlige myndigheder, som har den formodne retsenvne, kan nu stift et aktieselskab eller et anparisselskab uanset stifterens nationalitet og bopæl. Stiftelsesdokumentet skal dog indeholde navn og bopæl og eventuelt CVR-nummer for stifterne, jf. SL § 26 og nærmere i anmeldelsesbekendtgørelsens §§ 16 og følgende.

Stifterne må ikke være under rekonstruktionsbehandling eller konkurs. Hvis stifterne er fysiske personer, skal de være myndige og ikke være under værgemål eller samværgemål, jf. SL § 24, stk. 3. Dette hænger naturligt sammen med reglen i SL § 41 om hæftelsen indtil registreringen af selskabet.<sup>2</sup>

### 5.2.2. Stiftelsesdokumentets indhold

Stifterne skal oprette og underskrive et stiftelsesdokument, jf. SL § 25. Hvis der er flere stiftere, har stiftelsesdokumentet karakter af en aftale om selskabets oprettelse. Stiftelsesdokumentet skal indeholde selskabets vedtægter, jf. nedenfor under 5.2.3 samt udførlige oplysninger om tilvejebringelsen af selskabets kapitalgrundlag.

1930-loven sondrede som nævnt mellem såkaldt *simultanstiftelse*, hvor hele kapitalen tegnes af stifterne, og *successivstiftelse*, hvor kapitalen helt eller delvis tegnes af andre. Ved *simultanstiftelse* krævede loven ikke så omfattende oplysninger, da stifterne selv formodedes at have kendskab til selskabets grundlag. Selv om selskabsloven proceduremæssigt knever, at kapitalen tegnes på stiftelsesdokumentet og i den forstand ved *simultanstiftelse*, kan andre end stifterne dog indbydes til at tegne kapital. Der er således stadig behov for, at stiftelsesdokumentet giver fyldestgørende oplysninger om selskabet. Sondringen mellem *simultan-* og *successivstiftelse* er imidlertid ophævet som grundlag for oplysningspligtens omfang. I stedet varierer kravet til oplysninger efter, om kapitalen skal tilvejebringes ved *kontant indbetaling* eller ved *apportindskud*, dvs. indskud i andre værdier end kontanter.

Mindst omfattende er kravene ved *kontant indbetaling*. Her skal ifølge SL § 26 angives kapitalandelenes tegningskurs, som ikke må være under pari, jf. SL § 31, fristerne for tegning og indbetaling af kapitalandelene, fra hvilken dato stiftelsen skal have retsvirkning og virkning i regnskabsmæssig hen-

1. Bopælskravet for selskabets bestyrelsesmedlemmer og direktører, medlemmer af repræsentantskabet, likvidatorer samt filialbestyrere blev ligeledes ophævet.
2. At en person har opnået *akkord* – frivillig eller tvungen – hindrer derimod ikke den pågældende i at optræde som stifter. Solvente dodsboer og solvente likvidationsboer kan ligeledes optræde som stiftere. Derimod ikke kapitalselskaber under tvangsoplosning – medmindre selskabet genoptages efter reglerne i SL §§ 231 og 232.

seende, samt hvorvidt selskabet skal afholde omkostninger ved stiftelsen, og i bekræftende fald de anslæde omkostninger.

Omkostningerne skal ikke specificeres, og de er ikke som tidligere begrænset til et bestemt maksimumsbeløb. Erhvervsstyrelsen påser ikke omkostningernes størrelse og rimelighed. Kontrollen med omkostningerne er i øvrigt overladt til selskabets generalforsamling. De faktisk afholdte omkostninger skal angives i den forstommende årsrapport. Fravigelser fra eller overskridelser af overslaget kan efter omstændighederne påføre stifterne personligt ansvar, jf. nedenfor i kap. 14.

Ved *apportindskud* vil det altid være en fare for, at de indskudte aktiver overvurderes, og at der derfor ikke er indskudt en reel kapital som angivet i stiftelsesdokumentet. Det kan også forekomme, at stiftere eller kapitalejere trekker penge ud af selskabet igen ved *overdragelser* til selskabet, eller at de i forbindelse med stiftelsen søger at sikre sig *særlige rettigheder eller fordele*.<sup>3</sup> Selskabslovens stiftelseskapitel indeholder forskrifter, der skal forhindre overvurdering af aktiverne og misbrug af sidstnævnte art.

Antallet af sager om misbrug i forbindelse med aktieselskabs- og anpartsselskabsstiftelse har ikke været alarmerende. Dette hænger måske bl.a. sammen med, at apportreglerne tidligere let kunne undgås ved at anvende skuffeselskaber. Mulighederne i så henseende er imidlertid blevet mindre, jf. straks nedenfor samt nedenfor i afsnit 5.6. Et generelt selskabsretligt problem ligger derimod i, at de effektive regler i selskabslovene helt kan undgås ved at vælge en af de ulovregulerede selskabsformer. Ændringerne af selskabsloven i 2013 har elimineret muligheden for at anvende SMBA-formen, men de øvrige ulovregulerede selskabsformer, herunder kommanditselskabsformen, er stadig til rådighed.<sup>4</sup>

De omfattende krav til oplysninger og vurdering ved apportindskud kan ikke undgås ved at stift kontant og efterfølgende overdrage aktiverne til selskabet (såkaldt »eftersiftelse« eller »Nachgründung«), jf. straks nedenfor.

3. Disse rettigheder eller fordele omtales ofte under et som »stifterfordeler«, uanset at de efter loven kan tilkomme »stiftere eller andre«, typisk aktionærer. Det er ikke en særlig fordel, hvis en stifter eller aktionær f.eks. bliver ansat som direktør i selskabet, lejer en bolig af selskabet osv. Denmod hvis direktorkontrakten indeholder usædvanlige gunstige bestemmelser mht. uopsigelighed, gyldne håndtryk eller andet eller tilsvarende fordelagtige bestemmelser vedrørende lejemålet.
4. Sml. f.eks. de overvejelser, der blev gjort i anledning af sammenslutningen Boss of Scandinavia. Det fremgår beraf, at allerede 1930-lovens stiftelsesregler var medvirkende til, at man ikke valgte aktieselskabsformen, men kommanditselskabet som ramme for sammenslutningen, se Boss-betænkningen nr. 690-1973 bl.a. p. 122 f. Sml. om kommanditselskabets forslaget til lov herom i betænkning nr. 937;1981.

Stiftelsesdokumentet skal oplyse, om kapitalandele skal kunne tegnes mod indskud af andre værdier end kontanter jf. SL § 27, stk. 1, nr. 3. Er dette tilfældet, skal der udarbejdes en vurderingsberetning efter reglerne i §§ 36 og 37, jf. straks nedenfor. En yderligere konsekvens er, at hele selskabskapitalen og en eventuel overkurs skal indbetales fuldt ud, jf. SL § 33, stk. 1, jf. også nedenfor i afsnit 5.3.2.

Hvis der sker en *efterfølgende overdragelse* fra en stifter, der er selskabet bekendt, inden for 24 måneder efter registreringen, skal erhvervelsen godkendes af generalforsamlingen, og det centrale ledelsesorgan skal udarbejde en redegørelse om de nærmere omstændigheder ved erhvervelsen, ligesom der skal udarbejdes vurderingsberetning og en redegørelse for erhvervelsen, jf. SL §§ 42 a og 43. Redegørelsen og vurderingsberetningen skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens IT-system senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse af erhvervelsen. Pligten til at udarbejde en redegørelse respektive en vurderingsberetning er dog begrænset på to måder: Vederlaget skal svare til mindst 1/10 af selskabskapitalen, og bestemmelserne finder ikke anvendelse på sædvanlige forretningsmæssige dispositioner.

Reglerne om efterfølgende erhvervelser gælder kun i aktieselskaber. Tidligere gjaldt der tilsvarende regler for anpartsselskaber. I overensstemmelse med reformens overordnede sigte om at undgå overimplementering blev anpartsselskabslovens regler – der ikke var direktivbestemt – ophævet. Med samme grundelse blev reglerne for aktieselskaber lempet, således at de kun angår erhvervelser fra stiftere, ikke fra aktionærer.

Bestemmelsen om efterfølgende overdragelser omfatter bl.a. også den i praksis anvendte fremgangsmåde, at et selskab »stiftes« ved erhvervelse af og efterfølgende overdragelse af en virksomhed til et skuffeselskab, jf. om disse nedenfor i afsnit 5.6.

Efterfølgende erhvervelser fra stiftere skal som nævnt godkendes på generalforsamlingen. Det antoges tidligere i litteraturen, at manglende godkendelse medførte, at aftalen ikke var bindende for selskabet.<sup>5</sup> Moderniseringsudvalget fandt denne konsekvens for vidtgående. I stedet understreges det i SL § 42, at kapitalselskabets centrale ledelsesorgan er ansvarlig for, at erhvervelse af aktiver – såvel fra stiftere som fra kapitalejere og medlemmer af ledelsen – ikke er til skade for selskabet, dets kapitalejere eller kreditorer. Der henvises herved til §§ 115, stk. 5, og 116, stk. 5, om forsvarligt kapitalbered-

5. Jf. herved Jan Schans Christensen, Kommentaren, 2012, hvor det anføres, at »SL er derfor ændret dethen, at der ikke (automatisk) er knyttet ugyldighedsvirking til overtrædelse af reglen«. Ugyldighed kan efter omstændighederne følge af de almindelige regler i aftaleloven.

skab og til den almindelige ansvarsregel i SL § 361.<sup>6</sup> Se herom nærmere nedenfor i kap. 14. Ändringen af selskabsloven i 2013 præciserer i SL § 42, at denne pligt gælder alle kapitalselskaber, altså også anpartsselskaber.

De indskudte værdier skal kunne gøres til genstand for en økonomisk vurdering. SL § 35, stk. 1, udtrykker dette således, at apportindskud skal have en økonomisk værdi. Denne bestemmelse refererer til det efterfølgende krav om udarbejdelse af en vurderingshæftning, hvor det er et centralet krav, at der kan angives en målestok (fremgangsmåde) ved vurderingen. Under denne forudsætning kan aktiver af enhver art indskydes, såvel materielle aktiver, fast ejendom, løsøre eller fordringer på tredjemand, som immaterielle aktiver f.eks. patent- og varemerkerettigheder, knowhow og goodwill. Forpligtelser til personligt arbejde ejer til at levere en tjenesteydelse samt fordringer på stiftere og kapitalejere, selv om disse sidstnævnte er sikret ved pant, kan ikke indskydes, jf. § 35, stk. 2. Ikke alene enkeltaktiver, men også en virksomhed som sådan kan indskydes, jf. herom straks nedenfor.

Den krævede del af kapitalen skal være effektivt indbetalt, jf. § 33, stk. 1, og om dette krav nedenfor i afsnit 5.3.2. Personlige forpligtelser, såvel pengeforpligtelser som forpligtelser til at udføre arbejde eller erlægge tjenesteydelser, kan derfor hverken indskydes eller overtages, jf. udtrykkeligt § 35, stk. 1 og 2. Loven går endog et skridt videre ved også at udelukke indskud eller overtagelse af pantsikrede fordringer på stiftere og kapitalejere. Dette forbud er mere vidiglænde end krævet af 2. direktiv, men blev alligevel opretholdt og er da også i harmoni med det absolute forbud mod lån til kapitalejere, som efter behandlingen af lovforslaget til selskabsloven i Folketinget også blev opretholdt. Forbindelsen med reglerne om kapitalejerlån kan dog også resultere i en modifikation i rækkevidden af § 35, stk. 2, jf. således Erhvervsanternets afgørelse af 15. marts 2000, nr. 99.183.156, Årsberetningen 2000 p. 128. Afgørelsen fastslog, at fordringer mod aktietegnere opstået i forbindelse med ordinære erhvervsmæssige transaktioner ikke var omfattet af forbuddet i AL § 6, stk. 2, (som svarede til SL 35, stk. 2), jf. således om den tilsvarende modifikation vedrørende kapitalejerlån nedenfor i kap. 8.5.<sup>7</sup>

Ansvaret for at vurdere de indskudte aktiver påhviler stifterne, selskabets ledelse og vurderingsmændene, jf. også nedenfor. Ethvervsstyrelsen går ikke

6. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 486.
7. Se kritisk om Erhvervsanternets afgørelse *Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt*, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 224. Efterfølgende er det absolute forbud mod kapitalejerlån løftet med virkning fra 1. januar 2017, jf. nedenfor i kap. 8.5.

ind i en egentlig vurdering, men påser navnlig, at der i forbindelse med vurderingen foreligger et reel vurderingsgrundlag.<sup>8</sup>

Værdiansættelsen af de enkelte apportindskud skal være forsvarlig. Den selskabsretlige vurdering skal sikre, at vurderingen ikke er for høj. En (for) lav vurdering er intet selskabsretligt problem, men kan efter omstændighederne blive et skatteretligt. Aktivernes værdi kan inden for denne ramme fastsættes frit, til handelsværdi eller til en nedskreven værdi. Anderledes hvis selskabet ved stiftelsen skal overtake en bestående virksomhed. I disse tilfælde skal der udarbejdes en Åbningsbalance for selskabet forsynet med revisionsprægning uden forbehold, hvis selskabet er underlagt revisionspligt. Åbningsbalanceen skal udarbejdes i overensstemmelse med det regelsæt, som selskabet udarbejder Årsrapport efter (dvs. Årsregnskabsloven eller IFRS), jf. SL § 36, stk. 3. Derved udgør reglerne om værdiansættelse i de pågældende regnskabsregler maksimumsgrensen for vurderingen af aktiverne. Se herved nedenfor i kap. 13 om den selskabsretlige betydning af, at Årsregnskabsloven er overgaet til et værdibaseret regnskabsprincip.

Tidligere var vurderingen af apportindskud alene stifternes ansvar. Den væsentligste stramning i selskabernes stiftelsesprocedure efter kapitaldirektivet er reglerne om udarbejdelse af en særlig vurderingsberetning efter SL §§ 36-38. Der skal som udgangspunkt udarbejdes en særlig vurderingsberetning, hvis selskabet skal modtage indskud i andre værdier end kontanter, jf. SL §§ 36 og følgende. Stifterne kan naturligvis komme med opfølge til vurderingens indhold, men kan ikke bestemme den. Den tidligere regel i AL § 140 om særligt stifteransvar blev som konsekvens heraf slettet, men ansvar for stifterne for deres medvirken ved stiftelse og vurdering er naturligvis ikke dermed udelukket, jf. nedenfor i kap. 14. Kravet om vurderingsberetning er det samme i aktieselskaber og anpartsselskaber, selv om kapitaldirektivets krav kun gælder for aktieselskaber.

Vurderingsberetningen skal udarbejdes af en eller flere uvildige, sagkynlige vurderingsmænd, som udpeges af stifterne, jf. SL § 37. Kun godkendte revisorer efter revisorloven kan udpeges som vurderingsmænd.

Stifterne kan og vil formentlig i almindelighed velge deres hidtidige revisor som vurderingsmand. Det vil også ofte være den, som senere vælges til selskabsrevisor. Revisor må afgøre, om han har den fornødne fagkundskab og uafhængighed til at foretage vurderingen. Opgaven hermed adskiller sig imidlertid ikke væsentligt fra revisors opgaver i forbindelse med udarbejdelse og

<sup>8</sup> If. detaljeret om styrelsens praksis Lars Bunch og Søren Corfixen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 222 f.

revision af årsregnskabet, så det vil ikke være almindeligt, at revisor viser opgaven fra sig.

SL § 37, stk. 2, overfører kravene til revisors uafhængighed i revisorlovens § 24 samt reglen om revisors krav på oplysninger efter SL §§ 133 og 149 til vurderingsmændene. Udtrykket *uvildig* blev ikke ændret i forbindelse med revisorloven, men kravet må formentlig være opfyldt, såfremt de individuelle bestemmelser om uafhængighed er opfyldt. Se om revisors uafhængighed nærmere nedenfor i kap. 13.2. Navnlig skal også vurderingsmændenes forhold til overdrageren af de pågældende aktiver indgå i bedømmelsen af, om uvildighedskravet er opfyldt. Samme regler gælder for revisor, jf. SL § 361, stk. 2, og nedenfor i kap. 14.

SL § 37, stk. 3, giver vurderingsmændene adgang til at foretage alle nødvendige undersogelser og forlange den bistand, som de anser for nødvendig for at udføre deres hverv. I en eventuel erstatningssag kan vurderingsmændene således ikke påberåbe sig, at de ikke har kunnet få adgang til oplysninger.

Stifterne kan alternativt eller supplerende anmode skifteretten på selskabets hjemsted om at udpege vurderingsmænd, hvis det f.eks. skønnes, at der er særlig behov for branchekendskab. Skifteretten er dog ikke bundet til at følge stifternes indstilling.

Vurderingsberetningen, som skal vedhæftes stiftelsesoverenskomsten, skal efter SL § 38, stk. 2, indeholde en beskrivelse af hvert indskud eller erhvervelse, oplysning om den anvendte fremgangsmåde ved vurderingen og angivelse af det før overtagelsen fastsatte vederlag. Den skal afsluttes med en erklæring om, at den ansatte værdi mindst svarer til den aftalte værdi, herunder den eventuelle pålydende værdi af de aktier, der udstedes, med tillæg af eventuel overkurs, jf. SL § 36, stk. 1, nr. 4.

Hvis selskabet skal *overtage en bestående virksomhed*, udgør denne et samlet indskud. En beskrivelse af hvert enkelt aktiv vil ikke være nødvendig. Det vil være tilstrekkeligt, at der som krævet efter § 36, stk. 3, udarbejdes en *åbningsbalance* for selskabet forsynet med revisionserklæring uden forbehold (hvis selskabet er undergivet revisionspligt). Indskud kan også bestå af en bestemmede kapitalpart i et andet selskab. En tidligere pligt til at lave åbningsbalance også i disse tilfælde er ophævet.

Ændringerne af 2. direktiv i 2006 gav mulighed for at undlade at stille krav om en vurderingsberetning ved indskud af aktiver, der er individuelt målt og præsenteret i det seneste årsregnskab, samt ved indskud af værdipapirer, der inden for kort tid er handlet på et reguleret marked. Selskabslovens § 38, stk. 1, udnytter denne mulighed. Som modstykke til lempelsen understreger § 38, stk. 1 og 2, ledelsens ansvar for værdiansættelsen.

Vurderingsberetningen skal udgøre beslutningsgrundlaget for stiftelsen. Vurderingen skal dorfør være foretaget umiddelbart før stiftelsesdokumentets underskrivelse (maks. 4 uger), jf. § 36, stk. 2. Overskrides fristen, må vurderingen foretages på ny. En vis tidsmessig fleksibilitet kunne tidligere tolkes afhængig af aktivernes art (værdifasthed). Formålet med den nu gældende regel er at angive en præcis og klar frist. Der kan derfor ikke mere dispenseres.<sup>9</sup>

Ved overtagelse af en bestående virksomhed/en bestemmede kapitalpost skal der som nævnt udarbejdes en Åbningsbalance for selskabet. Åbningsbalanceen skal opstilles i overensstemmelse med de regler, der gælder for den regnskabsklasse, som vil gælde for selskabet. Åbningsbalanceen skal udarbejdes med begyndelsespunktet for selskabets stiftelse eller det tidligere tidspunkt, hvor en erhvervsmæssig aktivitet regnskabsmæssigt skal henregnes til virksomheden. Hvis selskabet er undergivet revisionspligt – se herom nedenfor i kapitel 13.2 – skal åbningsbalanceen være forsynet med en erklæring om revision uden forbehold.

Åbningsbalanceen udarbejdes med en bestemt skæringsdag, som er den dag, virksomheden overdrages til selskabet. Fra denne dato er virksomhedens indtjening selskabsindkomst, og regnskab skal føres efter årsregnskabslovens krrv. Selskabsloven anerkender hidtidig praksis om adgang til at *stifte selskaber med tilbagevirkende kraft*, dvs. at bestemme en overtagelsesdag, som ligger før datoen for stiftelsesdokumentet, SL § 26, nr. 4 og 5, jf. § 40, stk. 3-6, knægter nu dette. Stiftelsesdokumentet skal nu udtrykkeligt angive, fra hvilken dato stiftelsen skal have *retsvirkning*, og fra hvilken dato stiftelsen skal have virkning i regnskabsmæssig henseende. I sidstnævnte henseende bestemmer § 40, stk. 6, at hvis selskabet overtager en allerede bestående virksomhed eller en bestemmede kapitalpost i et andet selskab, kan stiftelsen tillægges virkning i regnskabsmæssig henseende fra første dag i indeværende regnskabår i den virksomhed, som indskyder eller som kapitalposten vedrører.

Stiftelse med tilbagevirkende kraft har stor praktisk betydning, navnlig som følge af den skatteretlige konsekvens, at virksomhedens indtægter samtidig overgår til selskabsbeskatning, jf. nedenfor. Efter årsregnskabslovens § 15 kan selskabet frit bestemme selskabets første regnskabsperiode og derned overtagelsesdagen, idet første regnskabsperiode dog højest kan omfatte 18 måneder. Skatteretlige regler sætter dog snævrere grænser for tilbagevirkningen, idet det ikke godkendes at stifte med tilbagevirkende kraft ud over 6 måneder og samtidig ikke længere tilbage end den dag, der følger efter sta-

<sup>9</sup> Jf. herved Lars Bünch og Søren Corfuxen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 229 f.

meddagen for sidste årsregnskab i den personlig drevne virksomhed, jf. SL § 4, stk. 4 og 5, samt loven om skattefri virksomhedsomdannelse § 2, stk. 1, jf. § 3.<sup>10</sup>

Som en nykøbelse tillades selskabslovens § 40, stk. 3, også stiftelse med retsvirkning fra et senere tidspunkt end datoen for stiftelsesdokumentets underskrift. Hvis der er tale om kontantstiftelse, kan stiftelsen dog ikke tillegges retsvirkning senere end 12 måneder efter stiftelsesdokumentets underskrift. Det følger dog af årsregnskabslovens § 19, stk. 1, at selskabets første regnskabsår ved kontantstiftelse skal begynde samtidig med den dag, der afgives som dagen, hvor stiftelsen får retsvirkning. Hvis selskabet med andet ønsker, at første regnskabsår skal begynde før udlebet af de 12 måneder, kan retsvirkningen kun udskydes til datoen for regnskabsårets begyndelse.

Er der tale om aportstiftelse, kan stiftelsen ikke tillegges retsvirkning senere end tidspunktet for selskabets registrering eller anmeldelse til registrering, jf. SL § 40, stk. 5.

Selv om der indskydes reelle værdier, kan selskabets økonomi som nævnt undergraves, såfremt stiftere eller kapitalejere i forbindelse med stiftelsen lader sig tilskre særlige rettigheder eller fordele i selskabet, eller indgår sonderingsaftaler med selskabet. Aftaler af den nævnte art kan udgøre helt naturlige led i selskabudannelsen. Det kan eksempelvis være fordelagtigt for kapitalejeren at beholde ejendomsretten til faste ejendomme, maskiner og underdriftsmateriel og lade selskabet være et rent driftsselskab, der lejer ejendommen m.v. af aktionærerne. SL § 27, stk. 1, nr. 1 og 2, kræver, at »stifterfordele« og (andre) aftaler, som påfører selskabet en »væsenlig økonomisk forpligtelse«, legges åbent frem i stiftelsesdokumentet, og at der redegeres for deres sonderinger, således at (andre) kapitalejere og kreditorer kan bedømme stiftelsesgrundlaget. Sker dette ikke, bestemmer § 27, stk. 4, at aftaler angående de forhold, som er (eller rettere burde være) omhandlet i dokumentet, men som ikke godkendes ved dette, ikke har gyldighed over for selskabet. Rækkevidden af denne efter ordene ubetingede (u)gyldighedsregel er ikke klar. Bestemmelsernes kriterium tilde er tilfælde, hvor stiftere eller andre (aktionærer) anvender selskabstiftelse som middel til at sikre sig særlige fordele, som ikke kunne være opnået ved forhandling med modstændende parter.<sup>11</sup> Efter

10. If. herved nævnes Aage Michelsen m.fl., *Lærebog om indkomstskat*, 18. udg., 2019, p. 498 f. og 702 f., og SKATs juridiske vejledning 2020-2, punkt C.C.7.24.

11. If. herved også intet mod bestemmelserne Schaumburg-Müller & Werkhoff, *Koncerner*, 3. udg., 2020, p. 322 f. Disse fortinnes argumenterer for at formidle bestemmelserne som en ersatzbestemmelse. Sml. Lars Runck og Søren Corfitzus Whist, *Selskabsloven*, 2018, p. 187.

bestemmelserens ordlyd er aftalerne ikke gyldige. Det fremgår ikke af selskabslovens regel, om ugyldigheden kun kan påberåbes af selskabet, om aftalen også kan ansættes af medkontrahenten, eller om der ligefrem er tale om en nullitet. Der må formentlig anlægges en indskrænkende fortolkning, hvor det hørende er de beskyttelseshensyn i forhold til beskyttelse af selskabsskapitalen, som bestemmelseren skal varetage. Reglen var klarere formuleret i Apl., hvor der stod, at »aftalen ikke forpligter selskabet«. Selskabsloven har imidlertid opretholdt formuleringen fra aktieselskabslovens § 6, stk. 5. Bemærkningerne til SL § 27, stk. 4, angiver som en konsekvens af bestemmelseren, at »En aftale, der er uoverstålt i stiftelsesdokumentet, kan ikke efterfølgende godkendes af stifterne med den virkning, at den indgår i stiftelsesdokumentet«.<sup>12</sup>

### 5.2.3. Selskabets vedtægter

Lovgivningen kræver, at stifterne tager stilling til nogle grundlæggende forhold vedrørende selskabets struktur. Dette skal ske ved udformning af et sæt vedtægter. I praksis suppleres vedtægterne i de fleste tilfælde af ejeraftaler (aktionær- eller anpartshaveroverenskomster), jf. om disse nedenfor i afsnit 5.2.4.

Vedtægterne er selskabets grundlov. Vedtægterne indeholder de fundationale regler om selskabers konstitution og virkemåde. Stifterne skal straks og samtidig med udarbejdelsen af stiftelsesdokumentet udforme kapitalselskabets vedtægter, jf. selskabslovens § 25, således at tegnere af kapital kan bedømme selskabers struktur. Vedtægternes indhold bør være naje gennemgået og tilpasset det konkrete selskabs forhold.<sup>13</sup> Selskabslovens § 28 bestemmer vedtægternes mindsteindhold, de forhold, der skal træffes bestemtelse om. § 28 har karakter af en huskeliste, som skal sørge for, at der tages stilling til de væsentligste forhold vedrørende selskabet. Paragraffen bestemmer ikke konkret, hvad der skal stå i vedtægterne, men skal sammenholdes med de senere bestemmelser i selskabslovene, som angiver rummerne for, hvorledes selskabet kan indrettes. § 28 opregner i en mere summarisk form nogenlunde de samme krav som den tidligere aktieselskabslovs § 4. Der er tale om krav, der følger af kapitaldirektivet. Den tidlige anpartsselskabslov indeholdt fjerre krav. For at opretholde en ensartet regulering gælder § 28 nu alle kapitalselskaber.

12. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 140.

13. Se om udformning og indholdet af selskabsvedtægter Schaumburg-Müller og Werauff, Vedtægter og ejeraftaler, 4. udg., 2021, og Martin Christian Kruhl, Ejeraftaler, 2011. Se vedrørende norsk ret også Tore Bråthen, Personklausuler i aktieselskaber, 1996 (ann. af Paul Krüger Andersen i TfR 5/98 p. 1001 f.).

Ud over det obligatoriske indhold kan vedtægterne indeholde en række andre bestemmelser om selskabet. Selskabsloven nævner selv i andre paragraffer nogle bestemmelser, som kan, men ikke skal gælde vedrørende selskabet, se bl.a. bestemmelserne i selskabslovens §§ 45 (forskellige kapitalklasser), 48 (indskrænkninger i kapitalandelenes omsettelighed), 77 (elektronisk generalforsamling), 100 (andet sprog end dansk) og 135 (begrænsninger i tegningsret). De beslutninger, der måtte være truffet om sådanne forhold, skal optages i vedtægterne, jf. selskabslovens § 29. Det samme gælder efter bestemmelsen, såfremt der allerede ved stiftelsen er truffet beslutning om, at selskabet skal opøre efter en vis tid, f.eks. efter færdiggørelsen af et byggeri eller et andet projekt.<sup>14</sup>

Særlige vedtægtsbestemmelser nødvendiggøres, såfremt lovens deklarationsregler ønskes fraveget, eller såfremt loven indeholder valgmuligheder, jf. f.eks. reglerne om selskabets ledelse. Anpartsselskabsloven gav på en række punkter selskaberne større frihed til at udforme det enkelte selskabs struktur. Anpartsselskabsloven lagde hermed op til, at det enkelte selskab overvejer, om der er behov for at have særlige vedtægtsbestemmelser, f.eks. om afholdelse af generalforsamlinger. I de typiske små enmandsejede anpartsselskaber kan man selvagt nøjes med minimumsregler. I større selskaber med flere deltagere stillede anpartsselskabslovens struktur derimod større krav til selskabsstifterne og deres rådgivere med hensyn til at udnytte den fleksibilitet, som loven gav. Selskabslovens struktur er som nævnt anderledes. Selskabslovens regler er i udgangspunktet ens for aktieselskaber og anpartsselskaber. Alle kapitalselskaber kan eksempelvis indføre vedtægtsbestemmelser, der fraviger de almindelige generalforsamlingsregler om form og frist, jf. selskabslovens § 76, stk. 3, og nærmere nedenfor i kap. 11.<sup>15</sup>

Man kan spørge, om der er grænser for, hvilke bestemmelser der kan optages i et selskabs vedtægt. Dette spørgsmål er bl.a. blevet aktualiseret efter indførelsen af bestemmelsen om ejeraftaler i SL § 82, jf. herom nedenfor i punkt 5.2.4. Generelt må svaret være, at alle bestemmelser kan optages i vedtægterne, såfremt de indeholder reguleringer af selskabets forhold og ikke in-

14. Jf. om vedtægtsbestemmelser om begrænsning i selskabets levetid Søren Friis Hansen, U 2010B, p. 196 f.
15. Forbejderne til selskabsloven forudsatte, at Erhvervsstyrelsen udarbejder en vejledning om anvendelse af selskabsloven til brug for især små selskaber, jf. bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 95. Denne forudsætning er opfyldt ved styrelsens vejledninger om stiftelse af aktieselskaber og anpartsselskaber, senest opdateret 14. juni 2019. Udkast til en vedtægt m.m. for et aktieselskab og anpartsselskab kan findes på Virk.dk, se nedenfor i afsnit 5.8.

beholder beslutninger af helt konkret karakter og – naturligvis – såfremt de ikke strider mod præceptive lovregler.

Vedtægterne bestemmer selskabets struktur. De registreres og offentligges hos Erhvervsstyrelsen, de er bindende for selskabet og for alle kapital ejere og kan kun ændres ved kvalificeret flertal på en generalforsamling, jf. SL § 106. Vedtægternes bestemmelser suppleres som nævnt ofte af ejeraftaler, som oprettes i forbindelse med selskabets stiftelse eller senere. Vedtægter og ejeraftaler har principielt forskellig retlig karakter. Vedtægterne tilvejebringes og ændres ved flertalsbeslutning, og de angår (som regel) generelle forhold vedrørende selskabets konstitution og virkemåde. Som sådan erstatter og suppleres de i vidt omfang lovbestemmelser. Ejeraftaler er derimod efter deres indhold aftaler *mellom* deltagerne og *om* deltagernes forhold i relation til selskabet. Denne forskel har bl.a. betydning med hensyn til fortolkningen af vedtægtsbestemmelser, henholdsvis ejeraftaler. Vedtægter må som udgangspunkt fortolkes objektivt i stil med fortolkning af retsregler, mens ejeraftaler skal fortolkes efter almindelige regler om aftalefortolkning, herunder med hensyntagen til parternes forventninger m.v. Vedtægterne kan imidlertid også indeholde bestemmelser, som har mere partskarakter, og som derfor må fortolkes satslærligt, jf. som eksempel herpå U 1994.234 H (Louis Poulsen), hvor Højesteret tilsidesatte en uigenkaldelig fuldmagt som stridende mod en vedtægsbestemmelse om forkøbsret, således som denne bestemmelse måtte fortolkes under hensyn til dens formål.

Vedtægternes indhold udgør i realiteten en tværgående gennemgang af selskabernes forhold. Fremstillingsmæssigt tages de enkelte punkter derfor mest hensigtsmæssigt op i de følgende kapitler, hvor de hver for sig hører hjemme. Nogle enkelte punkter, som ikke omtales senere i fremstillingen, eller som har flere aspekter, som bør gennemgås samlet, omtales her. Dette gælder bestemmelserne om angivelse af navn, hovedkontor og formål for selskabet.

### 5.2.3.1. Selskabets navn

Vedtægterne skal indeholde bestemmelser om selskabets navn og eventuelle binavne, jf. SL § 28, nr. 1. Navnereglerne findes i SL §§ 2 og 3. Foruden selskabets hovednavn kan anvendes binavne. Et binavn er en benævnelse, som selskabet bruger ved siden af det egentlige selskabsnavn. Selskabets hovednavn skal ved benyttelse af binavnet tilføjes i parentes. Binavne anvendes f.eks. for at bevare en overtaget virksomheds goodwill. Registrering af binavne kan også have defensiv karakter, fordi andre virksomheder derved hindres i at anvende navnet, jf. straks nedenfor, ligesom der forbeholdes mulighed for inden for det angivne selskabsformål at tage aktiviteter op, som dæk-

kes af navnet. SL § 3, stk. 2, begrænser registrering af binavne ved, som henvender sig til fastsatte et gebyr på 1000 kr. pr. binavn for anmeldelse af mere end 5 binavne pr. selskab.<sup>16</sup>

Aktieselskaber og anpartsselskaber er pligtige og eneberettigede til at henvende sig mod selskabsnavne henholdsvis »anpartsselskab« eller den/dårlig dannede forkortelser, A/S eller ApS. SL § 2, stk. 4, foreskriver derfor, at selskabet på brevpapir og andre forretningspapirer, herunder elektroniske meddelelser, samt på selskabets hjemmeside skal angive navn, hjemsted og CVR-nummer. Selskabskapitalen kan, men skal ikke anføres. Overholdelse af disse forskrifter er straffreligt sanktioneret efter SL § 367 men har også civilretlig betydning. Efter almindelige aftaleretlige regler er det en forudsætning for, at en anden end den handlende skal blive forpligtet ved en retshandel med tredjemand, at dette tilstrekkeligt klart er tilkendegivet over for den pågældende tredjemand. Dette gælder også i selskabsforhold. Navnlig når selskabets reelle indehaver optræder på selskabets vegne, opstår let tvivl, om det er selskabet eller indehaveren personlig, der er den forpligtede. Korrekt brug af selskabsbetegnelsen medvirker til, at tvivi undgås, jf. om spørgsmålet nærmere nedenfor i kapitel 9 om ledelsens legitimation.

Reglerne om selskabsnavne er en del af den almindelige kendetegnsret.<sup>17</sup> Kravene til selskabsnavnene må forsøgs i sammenhæng med de kendetegnsretlige principper, som bl.a. udtrykkes i loven om visse erhvervsdrivende virksomheder, varemærkeloven og markedsføringsloven. Navnereglerne i selskabslovene dækkes således af den overordnede kendetegnsretlige generalklausul i markedsføringslovens § 22.

For at kunne registreres må selskabsnavnet have særpræg, dvs. det må være egnet til at adskille selskabet fra andre selskaber. Ofte ønsker selskabet i navnet at angive virksomhedens karakter, hvorved navnet får deskriptiv karakter. I andre tilfælde vælges funktionsnavne hentet fra det sproglige stilleseje. Rent deskriptive navne mangler ofte det fornødne særpræg. For at opfylde det-

16. Gebyreglen gælder ikke for binavne, som videreføres i forbindelse med omdannelse, fusion eller opspilning. I modstilling til reglen i varemærkelovens § 25, hvorefter der er brugpligt for registrerede varemærker, gælder der ingen pligt til at anvende selskabsnavne. Uden en begrenzung i antallet af registrerede binavne ville retten til at registrere binavne kunne misbruges f.eks. ved systematiske registreringer med videnskabelig for øje.
17. Se her til nærværende Jacob Ørskov Rasmussen & Jesper Koch Clausen, Beskyttelse af virksomhedsnavne, 2002. Bogen behandler både beskyttelsen efter reglerne i selskabslovene, efter markedsføringsloven og efter varemærkeloven. If. også Per Hilm Schmid og Jacob Ørskov Rasmussen i U 2005B, p. 75 f. om selskabsnavne, binavne og brugpligt.

»krav kan f.eks. tilføjes indehaverens personnavn, virksomhedens stedlige tilhørning, datoangivelse for stiftelsen eller andre individualiserende tilføjelser. De deskriptive elementer i det registrerede navn opnår imidlertid ikke i sig selv beskyttelse ved registreringen, se således U 2005.1704 H om betegnelsen »Tele Data», U 2007.708/2 H om anvendelse af ordet »waterproof«, U 2010.927 Ø om »City Renovation A/S« samt So- og Handelsrettens dom af 10. november 2017 (sag V-57-16) om firmanavnet »Dan Stone«.

Navnet må ikke krenke andres navne- eller kendetegnaret. Navnet må desuden ikke være identisk eller kunne forveksles<sup>18</sup> med andres slægtsnavn, firma- eller navne på fast ejendom, varemerke,<sup>19</sup> forretningskendetegn eller lignende, jf. SL § 2. Spørgsmålet om, hvornår et selskabs navn kan anses for at være senest behandlet af Højesteret i U 2017.1449 H om navnet »Bramstrup«, som ikke kunne forbeholdes for godset Bramstrup. Endelig gælder et krav om navnets sandhed. Selskabets navn må ikke være egnet til at vildlæde. Det må ikke indeholde angivelser af foretagender, der ikke går i forbindelse med selskabets formål. Navnet må ikke – ukorrekt – misive eller antyde at være en del af eller tilknyttet en offentlig virksomhed, jf. således Erhvervsankenævnts kendelse af 30. juni 2009 om anvendelse af ordet »Ministerium« i et selskabsnavn. Angiver navnet en bestemt virksomhed, må det ikke bibeholdes uforandret, når virksomhedens art væsentligt forandres, jf. SL § 2, stk. 3.

Erhvervsstyrelsen påser i forbindelse med registreringen kun i et visst omfang, at det valgte navn opfylder ovennævnte betingelser.<sup>20</sup> Styrelsen kontrollerer, at navnet ikke er identisk med et navn, der allerede er registreret hos Erhvervsstyrelsen herunder efter loven om visse erhvervdrivende virksomheder.

18. Jf. eksempelvis også So- og Handelsrettens dom af 20. juni 2016, sag V-99-15, hvor der var risiko for forvekling af et malerfirms selskabsnavn med et andet malerfirma, som nemmest mange får havde drevet virksomhed i samme geografiske område.
19. Om selskabers anvendelse af varemerker se eksempelvis Højesterets dom i U 2017.923 H vedrørende et konkombos overdragelse af varemerket »Benedikte Utzone«. I dommen blev personen Benedikte Utson afskåret fra at benytte sit navn som kendetegn for varer som omfattedes af varemerket. I U 2021.958 H frifandtes selskabet Ørsted – tidligere DONG Energy A/S – for at bruge navnet Ørsted – der sigtede til videnskabsmanden H.C. Ørsted – i en sag anlagt af efterkommere af videnskabsmanden eller dennes bror.
20. Se en kortere oversigt over styrelsens praksis hos *Lars Bunch og Søren Corfusen* #18, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 83 f. Det følger af sagens natur, at styrelsens kontrol i forbindelse med onlineregistreringer er mindre, jf. herom nærmere nedenfor i afsnit 5.8. På styrelsens hjemmeside findes en navnevejledning, og stiftere af selskaber kan undersøge de registrerede selskabsnavne på [www.cvr.dk](http://www.cvr.dk).

der. Herved fås en vis praktisk sikkerhed, både for at andres ret ikke krenkes, og for at der opnås ret til det valgte navn. Styrelsens kontrol udgør imidlertid ikke nogen garanti for navnets lovlighed. Styrelsen kontrollerer således ikke, om der på andet grundlag – ved registrering eller brug – er opnået varemærkeretlig beskyttelse, og foretager heller ikke i øvrigt en tilbundsgående prøvelse af navnets lovlighed. Ansvaret for at undersøge dette påhviler selskabet. Optagelsen i registret frøtager heller ikke selskabet for et muligt ansvar for at krenke andres ret smt. herved U 1974.826 Ø om en firmaregistrering.

Indsætningen i Erhvervsstyrelsens register kan kun opheves ved doms anlægt af den krenkede mod selskabet, jf. SL § 20, der viderefører de tidligere bestemmelser i AL § 159 b, stk. 3 (Apl. § 78, stk. 3). Se eksempelvis U 1979.292 SH, U 1983.340 H, U 1999.1406 H, U 2004.610 SH (forudsætningsvist), U 2006.480 H, U 2006.1486 H og U 2007.708/2 H, U 2010.1643 H og U 2010.1908 H. I 1999-dommen havde ejeren af en personlig virksomhed brugt navnet »Multi Choice« i en længere periode. Han kunne på denne grundlag forhindre et tilsvarende selskabs- og varemærkenavn, uanset at disse var registreret, og uanset at der var tale om fonikellige brancher. Dommerne har været fortolket således, at kravet om branchelighed som et element i forvekkelighedsbedømmelsen var opgivet.<sup>21</sup> Denne fortolkning er næppe korrekt, jf. således U 2002.107 H og U 2004.610 SH (Medicon A/S ikke til hinder for »Medicon Valley Capital« og ej heller for Medicconnect).<sup>22</sup> I U 2006.480 H fandt Højesteret, at et senere registreret navn »Invitrogen A/S« var forveksleligt med et tidligere registreret navn »In Vitro A/S«, men fandt, at det sidstnævnte fortsat kunne bruges på grund af langvarig brug samt passivitet fra det første selskabs side. I U 2006.1486 H blev det forbudt »Royal Copenhagen Golf Center A/S« at anvende ordene »Royal Copenhagen«, som indgik som dominerende led i det af Erhvervsstyrelsen registrerede navn, og som var forvekselige med sagsgærtens navn »Royal Copenhagen Golf Club«. I U 2007.708/2 H fandtes selskabsnavnet »Waterproof ApS« ikke i strid med Apl § 2 eller markedsføringslovens § 5 (dagelærende) i forhold til selskabsnavnet »Waterproof Engineering A/S«. Ordet »waterproof« angiver en beskaffenhed eller egenkab, som der ikke er eneret til at anvende, jf. ovenfor vedrørende kravet om særpræg. I U 2010.1643 H fandtes et varemærke, Bro-adcom, som også anvendtes som selskabsnavne, at være forveksleligt med et

21. Jf. således *Mors Møntmand Jørgensen* i U 1999B, p. 539 f. og *Schaumburg-Müller & Werlauff*, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 198.

22. H. således Ørskov Rasmussen og Koch Clausen a.st. p. 35 f. *Per Håkan Schmidt og Jacob Ørskov Rasmussen* U 2005B, p. 73 f. samt *Kokkedalgaard*, Lærebog i konkurrenzret, 2003, p. 234 f., og *Palle Bo Madsen*, Markedsret del 2, 7. udg., 2019, p. 213.

amerikansk selskabs registrerede varemerke, og selskaberne blev pålagt at dette selskabsnavnet mv. U 2010.1908 H angik brug af forkortelser af eget navn som forretningskendtegn, jf. ligeledes U 2008.372 H om navnet GALERI LEGO, se derimod også U 2021.958 H nævnt i note 19.. Efter SL § 20, stk. 2, gælder en 6-månedersfrist for sagsanlæg, men U 1981.605 Ø fandt ikke fristbestemmelisen anvendelig i sager om forvekslingsheds mellem to selskabsnavne efter dageledende AL § 153, stk. 2.

### 5.2.3.2. Hjemsted

Vedrørerne har tidligere skulle angive den kommune her i landet, hvor selskabet skal have hjemsted og postadresse. Dette har givet besvar ved flytning over kommunegrænser. For at undgå dette er angivelse af hjemsted ikke mere nævnt blandt de obligatoriske krav i SL § 28. Oplysning om hjemsted skal dog stadig registreres, men kravet om angivelse af hjemstedskommune er stadig angivet i anmeldelsesbekendtgørelsen, § 16, stk. 1, nr. 3.

Hjemstedet er det sted, hvor selskabets generalforsamling normalt holdes, jf. SL § 87, men ikke nødvendigvis det sted, hvor selskabets virksomhed udøves. Loven forudsatte efter Erhvervs- og Selskabsstyrelsens tidligere opfattelse, at hjemstedet også angav, hvor selskabets *hovedkontor* (det sted, hvorfra selskabets faktisk ledes) var beliggende.<sup>23</sup> Denne opfattelse er nu forladt. Som nævnt foran i kap. 4.2 udøves der ingen selskabsretlig<sup>24</sup> kontrol med, hvor selskabets hovedsæde er beliggende, hvilket heller ikke er nødvendigt, da Danmark anvender registreringsteorien. Nu definerer SL § 5, nr. 13, hjemstedet som uden adresse her i landet, som selskabet kan kontaktes på.

Angivelse af hjemsted er en betingelse for et selskabs registrering i Danmark. Et dansk registreret selskab må have et sted her i landet (en postadresse), hvor det er muligt at komme i forbindelse med selskabet, og hvor det kan sagstages, jf. straks nedenfor. Hjemstedet kan være hos en advokat, men kan ikke være en postboks. Angivelse af hjemstedet har således praktisk betydning, men er som nævnt ikke det afgørende kriterium i internationalprivatretlig henseende, jf. foran i kap. 4.2.

Hjemstedet er tillige selskabets *hjemting*, det sted, hvor det kan sagstages, jf. Rpl. § 238, stk. 1. Ved en lovændring i 1986 blev der indført en supplerende værmeldingsregel, et *filialværnet*, for tilfælde, hvor et selskab driver

23. If. sildes Lars Bunch, Ida Rosenberg og Lone Sneholz, Kommentaren, 7. udg., 2007, p. 127, og Erhvervskankenævnets kendelse af 18. nov. 2003, nr. 02-219, 129. Se kritisk til denne afgørelse Hanne Sondergaard Birkmose i NTS 2004:3 p. 265 f.

24. Det faktiske hjemsted (ledelsens sæde) er derimod afgørende i skatteretlig henseende, jf. SEL § 1, stk. 6.

virksomhed uden for hjemtinget. Her kan sag anlægges på det sted, hvorfra virksomheden udøves, jf. Rpl. § 238, stk. 2, og 246, stk. 1 (vedrørende udenlandske selskaber).

### 5.2.3.3. Formål

Vedtægterne skal angive selskabets formål, jf. SL § 28, nr. 2. Formuleringen af formålet har betydning i flere relationer og bør derfor overvejes nøje. Formålet kan angives videre end den virksomhed, som faktisk drives af selskabet, men kan omvendt angives så snævert og specifikt, som selskabet måtte ønske. Formålet kan omfatte enhver lovlig erhvervsvirksomhed, idet dog virksomhed af forskellig art, heriblandt en række liberale erhverv eksempelvis som apoteker, landinspektør og translator, ikke kan drives i aktieselskabsform.<sup>25</sup>

Formålet må angives snævrere end blot dette at drive erhvervsvirksomhed, hvad selskabet pr. definition gør. Også i realiteten identiske formuleringer som »handel, industri og anden virksomhed« og lign. er for ubestemte, hvorimod et formål som »handel og anden dermed i forbindelse stående virksomheder« anerkendes.<sup>26</sup>

Om selskabet skal vælge en snæver eller vid formålsangivelse, beror på flere forhold: Først og fremmest afgrænser formålsangivelsen selskabets aktivitetsområde. Selskabets ledelse må ikke involvere selskabet i aktivitet, som ikke kan rummes inden for det givne formål. Dette gælder, selv om den pågældende aktivitet er – eller ser ud til at være – til økonomisk fordel for selskabet.<sup>27</sup> Overholderes denne begrænsning ikke, pådrager ledelsen sig efter omstændighederne erstatningsansvar, jf. SL § 361 og U 1966.31 H (Heimdal). Kapitalejerne har krav på, at selskabet holder sig inden for de rammer, som vedtægterne på forhånd har lagt. Ændringer heri kan alene foregå, efter at vedtægternes formålsbestemmelse er ændret med kvalificeret flertal efter SL.

25. Derimod kan såvel revisions- som advokatvirksomhed drives i selskabsform, jf. revisorlovens § 13 samt Rpl. § 124. Banker, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber og investeringsforvaltningsselskaber skal være aktieselskaber. Det samme skal forsikringsselskaber og pensionskasser, jf. i det hele lov om finansiell virksomhed § 12. Et anpartsselskab kan derfor ikke have som formål at drive bankvirksomhed m.v. I den mere kuriale ende kan nævnes, at det er Erhvervsstyrelsens opfattelse, at det vil stride mod lov og forbudet at registrere, at formålet er at drive prostitution, jf. herved bl.a. Erhvervsankenævnts kendelse af 21. marts 2011.
26. Lars Bunsch, Jørgen Rosenberg og Lone Sneeholt, Kommentaren, 7. udg., p. 130, smt. Lars Bunsch og Søren Corfaten Whitt, Selskabsloven 3. udg., 2018, p. 194.
27. Jf. også Gomard, Aktieselskabsret, 1970, p. 130, se derimod David i U 1946B, p. 3 og Bonum i U 1968B, p. 225 f.

§ 106 eller det flertal, vedtægterne angiver. Hvis ledelsen på egen hånd eller med accept af et simpelt generalforsamlingsflertal foretager dispositioner, som aktionærer anser for formålsstridige, kan disse aktionærer få spørgsmålet om et ved et anerkendelsessøgsmål mod selskabet, jf. U 1966.31 H. Hvis der tale om at sage erstatning fra ledelsen, kan minoriteten i et kapitalselskab gælende reglen i SL § 364, stk. 3, såfremt flertallet ikke ønsker at give ansvar gældende, jf. om denne regel nedenfor i kap. 14.

Forudsætningen for, at selskabet lider tab ved ledelsens formålsstridige dispositioner, er, at disse overhovedet er bindende for selskabet i forhold til den tredjemand, med hvem ledelsen har kontraheret. Dette forudsætter god tro hos tredjemand. Omverdenen kan normalt ikke være i god tro om indholdet af de offentliggjorte vedtægter, jf. SL § 14, stk. 2. Dette gælder dog ikke med hensyn til formålet, jf. SL § 136, stk. 1, nr. 2. Ved formålsoverskrivelser forpligtes selskabet, medmindre selskabet godtgør, at tredjemand vidste eller burde vide, at formålet blev overskredet, jf. nærmere om fortolkningen af bestemmelserne nedenfor i kap. 9 om ledelsens legitimation.

Formålsangivelsen har betydning ikke alene for selskabets forretningsmessige aktivitet, men også for *anvendelsen af selskabets midler*. Formålsangivelsen medfører ikke pligt for selskabet til at drive erhvervsvirksomhed. Hvis selskabet ikke finder dette rentabelt på grund af konjunkturer, renteniveau eller andet, kan det placere den frigjorte kapital passivt i statsobligationer, aktier eller andre passive kapitalanbringelser. Det kan dog ikke, uden at der er dækning i formålsangivelsen, blive til et direkte finansselskab.<sup>28</sup>

Erhvervelse af kapitalandele i eller långivning til andre selskaber eller virksomheder kan tage et sådant omfang, at der bliver tale om et koncernforhold efter SL § 7 eller om dominerende indflydelse i øvrigt. I koncernforhold må moderselskabets formål være formulert således, at det kan rumme datterselskabets aktivitet. Erhverves således et nyt datterselskab, må moderselskabets formålsangivelse eventuelt ændres.<sup>29</sup> Noget lignende gælder i andre tilfælle, hvor selskabet opnår en dominerende indflydelse på en anden virksomhed, jf. herved Heimdal-dommen U 1966.31 H, som viser, hvorledes et opmødligt passivt engagement kan udvikle sig til aktiv og dominerende ind-

28. Sei. herved Jørgen Pernis i RR 1994 nr. 5 p. 27 f. om selskabets spekulation i finansielle instrumenter i relation til formålsbestemmelserne.

29. Hvis moderselskabets formål er bestemt som *holdingyformål*, jf. om dette begreb nedenfor i kap. 15, følger det formentlig heraf, at datterselskaberne kan være virksomheder i vidt forskellige brancher, jf. herved også Jan Schmitz Christensen, Kommentar, 2012, p. 151 f.

brydelse. (Dommen er fra tiden, før aktieselskabsloven indeholdt en koncerndefinition).

Formålsangivelsen begrænser naturligvis ikke selskabet til at foretage dispositioner eller til at erhverve aktiver, som står umiddelbart i forbindelse med formålet. En industrivirksomhed kan eksempelvis erhverve faste ejendomme til kontorer, købe firmabil eller firmafly til ledelsens brug, tegne sponsorkontrakter med idrettsklubber eller bruge penge til reklameformål i øvrigt. Ligeledes kan den være medlem af og yde bidrag til arbejdsgiversammenslutninger eller erhvervsorganisationer.

Uden for formålet falder dispositioner, som ikke tjener selskabets forretningsmæssige interesser, men derimod har karakter af *gaver til almenyttige og dermed ligestillede formål*. Om sådanne gaver indeholder SL § 195 imidlertid en særegel, som lovliggør anvendelse af midler til sådanne formål ifølge denne bestemmelse kan generalforsamlingen med simpelt flertal – og for gaver af mindre omfang bestyrelsen – give gaver til sociale, kulturelle eller ideelle formål, til videnskabelige eller humanitære formål m.v. Alt i et omfang, som må anses for rimeligt efter selskabets forhold og gavens karakter. Henvisningen til selskabets forhold går navnlig på dets økonomiske forhold. Det er naturligt, at et velkonsolideret selskab har større spillerum end et svagere funderet, også i denne henseende.

Det er næppe ganske udelukket at yde gaver til *politiske formål*, omend det ved vurderingen af, om det må anses for rimeligt, nok må udvises større forsigtighed, end når der er tale om alment accepterede »gode formål«.<sup>30</sup>

Sociale foranstaltninger for selskabets medarbejdere og ydelse af gratier og lejlighedsgaver til medarbejderne udgør et lovligt og almindeligt forekommende led i selskabets virksomhed. Det samme må antages at gælde

30. Sm. herved *Lars Borch og Søren Corfixen Whitt*, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 840, hvor der refereres en utykt handelsministeriel afgørelse, hvorefter aktieselskabslovens § 114 ikke giver hjemmel til ydelse af gaver med politiske formål. Se derimod *Gomard*, Aktieselskabet, 1970, p. 133, som vedrørende 1930-loven antager, at sådanne gaver er tilladte, jf. tilsvarende *Gomard/Schaumburg-Müller*, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 481 f., *Werlauff* i U 1982B, p. 203 f. og 205 og *Schaumburg-Müller/Werlauff*, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 1070. Sammenlign *Jøn Schou Christensen*, Kommentar p. 540. Hensigten med § 114 var ikke så meget at sætte grænser for, hvad generalforsamlingen kunne beslutte med simpelt flertal, som at fastslå, at generalforsamlingen havde denne beføjelse. For norsk rets vedkommende er der ligeledes delte meninger om lovligheden af gaver til politiske formål i henhold til den til § 114 svarende bestemmelse i aktielovenes § 8-6, se herved *Aarbøk m.fl.*, Aksjeselskaper, 4. utg., 2017, p. 629, samt *Andenæs*, Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper p. 470 (bekræftende).

for de fratruedelsesordninger, bistand med jobsgning m.v., som er almindelige f.eks. i forbindelse med større omstruktureringer i selskaber. De generelle regler om anvendelsen af selskabets midler sætter dog grænser for, hvad der kan anvendes hertil, jf. også nedenfor i kap. 12 om § 107, stk. 2, nr. 1. Uden for det lovlige vil det i almindelighed være, såfremt selskabet giver en fratrædende direktør et »gyldent håndtryk«, som selskabet ikke er forpligtet til ifølge direktørens kontrakt.

Klart lovlige er naturligvis ydelser, der er *forretningsmæssigt begrundet*, som f.eks. støtte til kultur og idræt (sponsorering). Sådanne ydelser gives ud fra overvejelser om reklameværdi eller imageskabelse. Lovlige er også ydelser til opfyldelse af virksomhedens *samfundsansvar*, jf. foran i kap. 2.1.2.5. Grænserne mellem de nævnte ydelser og rene gaver er flydende.

Uden for gavebegrebet er omvendt ydelser til selskabets kapitalejere, hvad enten de fremtræder som rene gaveydelser, i form af gunstige aftaler eller andet. Se om eksempel U 1999.1994 H om ydelse af en gave til SIF Support A/S (professionel fodbold). Sådanne gaver er – også skattemæssigt – udtryk for en maskeret udlodning af selskabets midler og udgør efter omstændighederne en minoritetskrænkelse, jf. nærmere nedenfor i kap. 8.7 samt 12.

#### 5.2.4. Ejeraftaler

I forbindelse med stiftelsen fastlægges selskabets kommende struktur. Hertil hører grundige overvejelser om vedtægternes indhold, jf. ovenfor, men det bør også overvejes, om der er grund til at supplere med en ejeraftale.<sup>31</sup> Også

31. Om ejeraftaler se nærmere *Martin Christian Kruhl*, Ejeraftaler, 2011, *Schaumburg-Müller og Werlauff*, Vedtægter og ejeraftaler, 4. udg., 2021. Om svensk ret se *Carl Martin Roos*, Avtal och rösträtt, 1969, *Jan Kannmark* og *Carl Martin Roos*, Aktieägaravtal, 1994, *Daniel Stattin* og *Carl Svernlöv*, Introduktion till aktieägaravtal, 2013, og *Niklas Arvidsson*, Aktieägaravtal, 2010. Se om ejeraftaler også *Søren Friis Hansen* og *Jens Valdemar Krenchel*, Kapitalselskaber, 5. udg., 2019, p. 272 f., og *Werlauff*, Selskabsret, 11. udg., 2019, p. 465. Om norsk ret se *Lowzow & Reed*, Aksjonæravtaler, 1993. Se også *Tore Bråthen*, Personklausuler i akcjeselskaper, 1996, der bl.a. behandler forholdet mellem regulering i vedtægterne og aktionæravtale. Se også *Martin Christian Jensen* i NTS 2007:3 p. 106 om uoverensstemmelser mellem aktionær- og anpartshaveroverenskomster og vedtægter, jf. samme i *Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen* (red.), Den nye selskabslov, 2009, p. 181 f., *Niels Bang Sørensen & Anders Ørjan Jensen* i NTS 2009:4 p. 79 f. og *Werlauff* i U 2010B, p. 130 f. Se også diskussionen i NTS 2012:1 p. 31 f., NTS 2012:3/4 p. 43 og i NTS 2013:3 p. 1 f. samt p. 24 f. mellem *Søren Friis Hansen* og *Martin Christian Kruhl*, bl.a. om Erhvervsstyrelsens krav om, at bestemmelser i vedtægterne skal have »vedtægtsmæssig relevans«, jf. her til senest *Søren Friis Hansen* og *Valdemar Krenchel*, Kapitalselskaber,

senere i selskabets liv er der ofte grund til at overveje, om et givet forhold skal vedtægtsreguleres, eller om det kan og bør reguleres i en ejeraftale, jf. straks nedenfor.

Ejeraftaler er defineret i SL § 5, nr. 6, som »aftale(r), der regulerer ejer- og ledelsesforhold i selskabet og som er indgået mellem kapitalejere.« Indholdet af ejeraftaler er ikke reguleret i selskabsloven. Deres eksistens og gyldighed er dog nævnt og forudsat i koncerndefinitionen i SL § 7. De er også anerkendt i domspraksis, se således U 1999.1036 H. Nu indeholder SL § 82 en regel, der forudsætter, at ejeraftaler er gyldige og bindende for kapitalejerne, jf. om denne bestemmelse nærmere nedenfor.

Ejeraftaler indgås i overensstemmelse med almindelige aftaleretlige regler. De kan omfatte alle eller blot nogle kapitalejere, og de kan principielt angå ethvert forhold, som vedrører kapitalejernes indbyrdes relationer, og som angår deres forhold til selskabet, herunder vedrørende selskabets ledelse. Denne beskrivelse næmner de typiske ejeraftaler, men er ikke særlig skarp. Dette har betydning, fordi den nye regel i SL § 82 kun regulerer ejeraftaler som defineret i selskabsloven.

Stiftelsestidspunktet er som nævnt (d)en almindelig(e) anledning til at indgå en ejeraftale, men ofte indgås aftalen på et senere tidspunkt, typisk i forbindelse med større ændringer i kapitalejernes eller selskabets forhold. Nogle almindeligt forekommende situationer nævnes nedenfor.

Mange forhold lader sig regulere både ved vedtægtsbestemmelser og ved en ejeraftale. Om det ene eller det andet skal vælges, lader sig ikke besvare entydigt. Man må bl.a. tage hensyn til forskelle vedrørende tilblivelse, indhold, ændring og forpligtende virkning. *Vedtægtsbestemmelser* vedtages på den måde og med det flertal, som selskabslovene foreskriver, de anmeldes til Erhvervsstyrelsen, hvorved de bliver offentligt tilgængelige. De er bindende for samtlige kapitalejere, nuværende som kommende, såvel som for selskabet. De kan kun ændres ved nye vedtægtsregler og med det flertal, lovene foreskriver, navnlig i §§ 106 og 107. Deres indhold kan i visse tilfælde erstatte eller supplere lovens normalordning (»med mindre andet foreskrives i vedtægterne ...«), men indholdet skal på den anden side respektere lovenes præceptive bestemmelser. *Ejeraftaler* skal ikke anmeldes,<sup>31</sup> og de er derfor ikke

5. udg., 2019, p. 110 f. Disse forfattere aviserer i det hele knirkken af Erhvervsstyrelsens praksis.

32. Ejeraftaler hører ikke til de dokumenter, som skal følge med anmeldelsen, jf. anmeldelseskendtgørelsens § 16. De kan næppe heller kræves indsendt med hjemmel i SL § 17, stk. 1.

offentligt kendte.<sup>33</sup> Deres indhold er ikke bundet af selskabslovens regler, de er kun bindende for de kapitalejere, der er parter i overenskomsten, og kan kun ændres med parternes samtykke.

I forhold til selskabet har tidligere teori antaget, at de var bindende i et vist, men dog ikke fuldt afsklaret omfang.<sup>34</sup> I forhold til senere godtroende erhververe af kapitalandelene kan der ske ekstinktion, i hvert fald hvis andelene er negotiable, jf. nedenfor i kap. 6.

Moderniseringsudvalget fandt, at der er uklarhed om, hvilken retsstilling aktionær- og anpartshaveraftaler skal tillægges. I en beskrivelse på at afdække retsstillingen blev der indføjet en ny bestemmelse, SL § 82, om retsvirkningen af ejeraftaler i forhold til selskabet. Det anføres, at »Ejeraftaler er ikke bindende for kapitalselskaber og de beslutninger, der træffes på generalforsamlingen». Indeholder en ejeraftale eksempelvis bestemmelser, der forpligter aftaleparterne til at stemme på en bestemt måde vedrørende valg til bestyrelsen eller vedrørende udbetaling af udbytte, er en sådan aftale ikke bindende for selskabet, og dirigenten på generalforsamlingen er hverken berettiget eller forpligtiget til at tage hensyn til ejeraftalen, når han tager stilling til generalforsamlingens eller en konkret beslutnings gyldighed. Parterne i ejeraftalen er henvist til at håndhæve aftalen gennem de almindelige sogsmål.

Bestemmelsen vakte, allerede før loven er trådt i kraft, både kritik og debat. En indvending mod reglen var, at den vil underminere anvendelsen af ikke-offentlige ejeraftaler som reguleringsmiddele. Nogle forhold kan optages i vedtægterne og dermed blive bindende for selskabet, men ikke alle. Omdebatteret er således Erhvervsstyrelsens krav om, at bestemmelser i vedtægterne skal have »vedtægtsrelevans». Dette krav vil i nogle tilfælde gøre det vanskeligt eller umuligt at optage bestemmelser, som tidligere stod i en ejeraftale, i

33. I børsnoterede selskaber skal ejeraftaler, som er af væsentlig betydning for vurderingen af prospektet, beskrives i prospektet, for så vidt de er selskabet bekendt. Eksistensen af ejeraftaler har også betydning for offentliggørelsespligten vedrørende betydelige kapitalandele, jf. kapitalmarkedslovens § 38 og storaktionærbejdningssagen, nr. H72 af 31. oktober 2017.
34. Nyere selskabsretlig teori før selskabsloven har overvejende antaget, at aktionéraftaler er bindende for selskabet, hvis de omfatter alle eller dog de fleste af aktionærerne, hvis de er selskabet bekendt, og hvis de er rimeligt entydige. SL § 82 har ændret dette. Overholdelse af aktionéraftaler har kunnet sikres ved supplerende ordninger, f.eks. vedtægtsbestemmelser om, at der kreves samtykke fra selskabet til overdragelse. Selskabets bestyrelse kan da betinge samtykket af, at en erhverver tiltræder aktionéraftalen. Dette må stadig være muligt.

vedtægterne.<sup>35</sup> Alle koncipister af ejeraftaler må foretage en nøje vurdering af, hvorledes man skal sikre, at aftalen overholdes. Dette kan ikke ske ved at indføje eller vedhæfte en fuldstændig ejeraftale til vedtægterne eller ved at lade selskabet »tiltræde ejeraftalen« eller ved at »sunderretten« selskabet om denne. I forholdet mellem aftalens parter må det overvejes at indføre egentlige misligholdelsesbeføjelser, herunder f.eks. konventionalbod. Selskabet kan ikke som sådant træde aftalen, men kan dog, hvis det ejer egne kapitalandele, indgå og blive bundet af en ejeraftale på et aftenretligt grundlag.

Indholdet af ejeraftaler er svært forskelligt under hensyn til deres formål og selskabets karakter. Typiske tilfælde, hvor der udarbejdes ejeraftaler i forbindelse med stiftelsen, er bl.a. stiftelse af lukkede selskaber og selskabsstiftelse som led i generationsskifte. Formålet med ejeraftalen vil i disse situationer være at sikre den ønskede magtbalance i selskabet, at sikre, at aktierne eller anparterne ikke spredes ukontrolleret, og i det hele taget at legge rammer for selskabets drift. Midlerne kan være bestemmelser, der forpligter deltagerne til at stemme for en given sammensætning af ledelsen, omsættelighedsbegrensninger i form af krav om samtykke til overdragelse, forkobsret eller kabsret til kapitalandelene. Der kan også være bestemmelse om selskabets udbyttepolitik, som afbalancerer deltagernes forskellige ønsker om vækst og udbetalinger fra selskabet m.v.

Begivenheder eller situationer i selskabets senere liv, som typisk giver anledning til, at der udarbejdes en ejeraftale, er bl.a. kapitalindskud i formen *private placement/venture kapital*.<sup>36</sup> Hvad enten det drejer sig om indskud af ansvarlig kapital eller lånekapital, vil indskydere, som f.eks. venture- og kapitalfonde, i almindelighed forlange en vis kontrol med selskabet som sikkerhed for deres investering. Midlerne hertil kan være aftaler med hovedaktionären om dennes stilling i selskabet, aftaler om bestyrelsesrepræsentation og om ledelsesforhold i det hele taget (krav om »professionel ledelse«.)

I mange børsmekoterede selskaber findes ejeraftaler, hvis formål er at samle et antal aktionærers indflydelse for at opnå en betydelig eller dominerende

35. Erhvervstyrelsen har udarbejdet en vejledning om ejeraftaler, senest opdateret 1. juli 2010, der nævner eksempler på forhold som kan, og som ikke kan, optages i vedtægterne, jf. også eksemplerne angivet hos Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 189 og 398 f. Flytning af en ejeraftale til vedtægterne krever umiddelbar vedtægtmajonitet og dertil naturligvis enighed mellem parterne i ejeraftalen.
36. Ejeraftaler bruges blide til at regulere forholdet mellem ventureselskabets investorer (aktionærer) og forholdet mellem ventureselskabet og portefoljeselskabets øvrige aktionærer, jf. herved Tomas Krüger Andersen, Private Equity, 2013, p. 109 f. og p. 121 f.

position. Midler hertil er stemmeretsaftaler, som forpligter deltagerne til at stemme efter aftalte retningslinjer eller rent ud overdrager stemmeretten til andre. Stemmeretsaftaler er ikke bundet af de begrænsninger, der gælder vedrørende stemmefuldmagter, jf. SL § 80.

En speciel anledning for en aktionærkreds til at indgå ejeraftaler kan være, at der er en aktuel eller potentiel risiko for *fjendtlig overtagesforsøg*.<sup>37</sup> Defensive strategier mod overtagesforsøg kan bl.a. omfatte stemmeretsaftaler mellem nuværende aktionærgrupper og rettede emissioner, hvor kapitaludvidelser placeres hos *aftalt* venligtsindede investorer. Modsat kan der også være tale om et samarbejde med henblik på overtagelse af et selskab, se således den aftale, der er gengivet i U 1999.1036 H.

Ejeraftaler omfattes som nævnt af de almindelige aftaleretlige regler om (u)gyldighed, fortolkning og misligholdelse.

## 5.3. Tegning og indbetaling af kapitalen

### 5.3.1. Tegningen

Stifterne tager initiativ til at stiftse selskabet, men behøver ikke at tegne alle kapitalandele.

Såfremt stifterne ikke tegner hele kapitalen selv, skulle tegningen tidligere ske på særlige *tegningslister*. Investorerne skulle således have præsenteret det fulde stiftelsesgrundlag, før de tråd beslutningen om deltagelse i selskabet. Dette gælder stadig, blot at tegningen af kapitalandele nu skal ske på stiftelsesdokumentet med eventuelle bilag, jf. SL § 30. Uddybes aktier til tegning i offentligheden, skal der udarbejdes et prospekt efter reglerne i kapitalmarkedsloven og prospektforordningen, jf. nærmere nedenfor i kap. 7.2. Som nævnt er det kun aktieselskaber, der kan uddybe kapitalandele til tegning i offentligheden. Dette betyder dog ikke, at anpartsselskaber ikke kan uddybe anparter til tegning blandt andre end stifterne. Efter bemærkningerne til loven skal forbuddet mod at uddybe anparter »til offentligheden« forstås således, at udbuddet skal ske til »en nærmere defineret gruppe.« Som eksempel nævnes avisabonnenter eller beboerne i et bestemt lokalområde.<sup>38</sup>

AL § 7, stk. 1, indeholdt en formel regel, hvis til sidesættelse medførte, at selskabet ikke kunne fastholde aktietegneren, såfremt denne gjorde indsigelse

37. Sådanne ejeraftaler kan få stigende betydning, i takt med at andre defensive strategier, der iværksættes af selskabets ledelse, reguleres, jf. herved om overtagesstilbud nedenfor i kap. 16.7.

38. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 144.

om ikke at have fået det krævede tegningsgrundlag. Der var (og er) imidlertid behov for, at selskabets kapitalgrundlag ikke i uvist fremtid ansigtes, og reglen bestemte derfor, at aktietegnere måtte gøre indsigelse over for Erhvervstyrelsen inden registreringen. Efter dette tidspunkt var tegningen bindende. Denne bestemmelse er ikke gentaget i selskabsloven, med henvisning til at de fleste stiftelser i dag sker via Erhvervstyrelsens selvbetjeningsløsning på [www.virk.dk](http://www.virk.dk), jf. anmeldelsesbekendtgørelsens § 2 og følgende samt nedenfor i afsnit 5.8. Sker stiftelsen på denne måde, er der intet tidsrum mellem anmeldelsen og registreringen. Har den, der tegner kapital, indsigelser om ikke at have fået det krævede tegningsmateriale, må spørgsmålet om, hvorvidt tegningen er bindende, afgøres af domstolene.

Et behov for at aklare tegnernes stilling gør sig gældende, såfremt tegnerne af andre grunde ikke mener at være bundet af deres underskrift. Selskabsloven tager ikke stilling til disse spørgsmål. Der kan i forbindelse med stiftelsen f.eks. være udvist svig fra stifternes side ved fremlæggelse af urigtige regnskaber eller andet urigtigt materiale vedrørende selskabet, ligesom naturligvis alle andre ugyldighedsgrunde kan tænkes. Tegnerne kan påberåbe sig alle sådanne forhold. Man kan dog ikke uden videre anvende de almindelige aftaleretlige ugyldighedsregler på forholdet. Begrensninger må gøres af hensyn til selskabets kreditorer. Dette gælder navnlig med hensyn til de ugyldighedsgrunde, som ikke kan gøres gældende over for godtroende leftemodtagere (de svage ugyldighedsgrunde). Om praksis i lighed med nogle ældre domme kan klare sig ved at stille strenge krav til aktietegneren om hurtig indsigelse eller reklamation og til tegnerens egen påpasselighed og ved at udnytte almindelige grundsetninger om ratifikation.<sup>39</sup> er tvivlsomt. Den almindelige udvikling vedrørende kreditorbeskyttelsen taler for helt at udelukke, at aktietegnerne gør de svage ugyldighedsgrunde gældende, i hvert fald efter selskabets registrering.<sup>40</sup>

Derimod kan de såkaldte sterke ugyldighedsgrunde som umyndighed, falsk og voldelig tvang uden tvivl gøres gældende også af en aktietegner.

39. Jf. herved analysen af ældre praksis hos *Gomard, Aktieselskabsret*, 1970, p. 92 f.
40. Jf. således vednærende norsk ret aktielovens § 2-10 (2), jf. hertil *Aarbakke m.fl.*, 4. udg., p. 141. I samme retning også *Hartvik* p. 30 og *Hjortshøj* i U 1992B, p. 451. *Lars Bunch og Søren Corstjærn Whitt, Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 202, anfører, at mindsigelser vil skulle håndteres efter dansk rets almindelige regler, herunder aktielovens kapitel 3. Sml. herved også *Himmerlandsbank-sagen*, U 2005-1978 H, hvor tegningsaftaler om indskud af ansvarlig lånecapital ansås ugyldige. Nærmere teksten *Gomard/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber*, 8. udg., 2015, p. 194, og *Jan Schans Christensen, Kommentar*, p. 159 f. samt *Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krichel, Kapitalselskaber*, 5. udg., 2019, p. 144 f.

Tegnere af kapital kan ikke betinge deres tegning af, at de opnår en bestemt stilling i selskabet, at selskabet indrettes på en bestemt måde eller af andre forhold.<sup>41</sup> SL § 31 bestemmer, at kapitalandele ikke kan tegnes under forbehold. Tegningen er dermed ugyldig.

Underskriften på stiftelsesdokumentet er i aftaleretlig forstand tegnerens tilbud til selskabet om at ville være kapitalejer. Stifterne bestemmer på selskabets vegne, om tilbuddet kan accepteres, jf. SL § 32. Stifterne kan frit vælge mellem tegnerne, ligesom de frit kan fastsætte en fordeling, eventuelt efter en på forhånd fastlagt fordelingsnøgle, såfremt der er tale om overtegning, sml. hermed vedrørende kapitaludvidelse SL § 158, nr. 8, jf. nedenfor kap. 7 og U 1979.36 H. Er omvendt selskabskapitalen eller et eventuelt aftalt mindstebelop ikke blevet fuldt tegnet og accepteret af stifterne, er kapitalselskabets stiftelse, og dermed kapitaltegnernes forpligtigelser, bortfalde, jf. SL § 32, stk. 5.

Stifterne har ikke nogen almindelig pligt til at vurdere tegnerens betalingsevne, men kan efter omstændighederne pådrage sig erstatningsansvar, såfremt de er klar over, at tegneren ikke kan betale, og andre kapitalejere eller tredjemand lidet tab derved. Dette må fortsat være udgangspunktet også efter indfærselsen af de lempede regler for indbetaling af kapitalen, jf. straks nedenfor.

### 5.3.2. Indbetaling af kapitalen

Selskabslovens §§ 33 og 34 indeholder almindelige regler om indbetaling af kapitalen. Kapitlet omfatter både indbetningen i forbindelse med stiftelsen og indbetaling i forbindelse med senere kapitalforhøjelser. Dertil kommer de

41. Et praktisk eksempel er yderligere såkaldte *skatteforbehold*, f.eks. om at vendien af et apportindskud skal kunne godkendes skattemæssigt. Skatteforbehold er i skatteretlig henseende reguleret i §§ 28 og følgende i skatteforvaltningslovens, jf. hertil Aage Michelsen m.fl., Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 457 f. Et generelt skatteforbehold gælende på, at aktietegningen kun er bindende, såfremt skattemyndighederne godkender værdiansættelsen, vil være ugyldigt efter SL § 31. Erhvervsstyrelsen godkender heller ikke forbehold om senere ændringer i værdiansættelsen. Hvis et forbehold går på, at vederlaget skal nedsættes, og forbeholdet i øvrigt fremgår klart af stiftelsesdokumenterne, synes de selskabsretlige betenkneligheder dog beskedne. Ubetenkligt – og fortolkningsmæssigt antagelig uden for § 31's ordlyd og mening – er det formentlig, hvis forbeholdet ikke går på *aktietegningen*, men kun på regulering af det vederlag (stiftertilgodehavende), som overdrageren får. Erhvervsstyrelsens praksis er imidlertid, at der ikke er hjemmel til efterfølgende ændringer i stiftelsesgrundlaget. Erhvervsankenævnet har i sin afgørelse af 5. november 1999 (99-56.394.5) tiltrådt, at der ikke kan ske efterfølgende ændringer i registreringen, og at konsekvenser efter skattelovgivningen er uden betydning herfor.

specielle indbetalingsregler i § 158, nr. 9, jf. § 174, stk. 1, vedrørende kapitalforhøjelse.

Det almindelige sigte med indbetalingsreglerne er at sørge for, at den tegnede kapital effektivt indbetales.

Kapitalen behøver ikke indbetales umiddelbart i forbindelse med stiftelsen. Der skal ved stiftelsen/forhøjelsen tages stilling til, på hvilken måde og hvornår indbetaling skal ske, hvilket også skal fremgå af anmeldelsen om stiftelsen. Efter SL § 33, stk. 1, skal der til enhver tid være indbetalt 25 % af selskabskapitalen, dog mindst 40.000 kr. En eventuel overkurs skal i aktieselskaber være indbetalet fuldt ud, selv om en del af selskabskapitalen ikke indbetales. Dette krav følger af 2. selskabsdirektiv, som alene gælder for aktieselskaber. Ved evalueringen af selskabsloven i 2013 fandtes kravet for restriktivt for unpartsselskaberne, og kravet er derfor i disse selskaber hæmtet således, at en eventuel overkurs kun skal være delvis indbetalt med samme andel som selskabskapitalen.

Hvis en del af selskabskapitalen indbetales ved indskud af andre værdier end kontanter, skal hele selskabskapitalen og en eventuel overkurs dog indbetales fuldt ud, jf. SL § 33, stk. 1. Dette gælder både for aktieselskaber og unpartsselskaber.

Såfremt hele kapitalen ikke er indbetalt, har selskabet en fordring mod kapitalejerne på restindbetalingen. Der har i teorien været diskussion om denne fordrings forældelse. Selskabsloven tager ikke stilling til spørgsmålet om forældelse. Efter forældelsesloven regnes forældelsesfristen generelt fra det tidligste tidspunkt, en fordring kan kræves opfyldt, jf. lovens § 2. Det selskabsretlige spørgsmål blev afklaret ved en tilføjelse til forældelsesloven i 2013. Ifølge lovens § 2 a begynder forældelsesfristen således at løbe, når selskabet beslutter at indkalde indskuddet, dog senest 10 år efter begyndelses-tidspunktet i henhold til forældelseslovens § 2, dvs. efter stiftelsen eller kapitalforhøjelsen.<sup>42</sup> Forældelsesfristen er som hovedregel 3 år, jf. lovens § 3.

Ikke indbetaalt selskabskapital kan af selskabets centrale ledelsesorgan kræves indbetaalt på anfordring med en kort betalingsfrist på 2-4 uger, jf. § 33, stk. 2. Det følger af de almindelige regler om ledelsens pligter, herunder forpligtelsen til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL § 115, nr. 5, og § 118, stk. 2, at ledelsen til stadighed må vurdere, om selskabet har behov for at indkalde den ikke-indbetaalte del af kapitalen. Det kan i vedtægterne bestemmes, at der gælder forskellige regler for indkaldelse af kapitalen i forskellige aktieklasser, men denne indkaldelse, og indkaldelse i øvrigt, må respektere

42. Jf. herved nærmere bl.a. Køre Projekt i ET 2013 p. 29 ff.

ligeretsgrundsatningen, jf. SL § 45. Der kan indsættes bestemmelser i tegningsdokumentet, som medfører, at dokumentet kan danne grundlag for tvangsfuldbyrdelse, jf. Rpl. § 478, stk. 1, nr. 5. Der kan formentlig gøres udgang for resthæftelsen, jf. herved U 2014.2661 Ø om et kommanditselskab.

SL § 34 indeholder temmelig strenge regler for det tilfælde, at den restrende kapital ikke indbetales efter anmodning. Kapitalejeren kan i så fald ikke udøve sin stemmeret for nogen del af sin kapitalpost i selskabet, og den pågældendes kapitalpost anses ikke for repræsenteret på generalforsamlingen. Kapitalejeren bevarer dog de økonomiske rettigheder, der er knyttet til kapitalandelen.

Overdrages en ikke fuldt indbetalte kapitalandel, hæfter overdrageren solidisk med erhververen og senere erhververe for den resterende indbetaling, jf. SL § 34, stk. 6. En kapitalejer kan ikke uden samtykke fra selskabets centrale ledelsesorgan foretage modregning over for resthæftelsen eller indskyde andre værdier end kontanter til opfyldelse herfor, jf. SL § 34, stk. 4 og stk. 5. Selskabet kan på sin side ikke overdrage eller pantsætte sin restfordring på kapitalejeren, jf. SL § 33, stk. 3.

Ifølge SL § 40, stk. 2, (og § 174, stk. 1, vedrørende kapitalforhøjelse) kan selskabet ikke registreres, før den kapital, der skal være indbetalts efter § 33, er indbetalts. At indbetaling er sket, skal særligt dokumenteres over for Erhvervsstyrelsen i forbindelse med anmeldelse om stiftelse.<sup>43</sup>

Kapitalandelene kan både ved stiftelsen og senere tegnes til *overkurs*, dvs. at der indbetales et beløb, der er højere end andelens pålydende. Tegning til overkurs finder normalt sted i forbindelse med kapitalforhøjelser, jf. nedenfor i kap. 7. Overkursbeløb skulle i aktieselskaber tidligere henlægges til den særige fond. Dette er ændret. Overkursbeløb bliver nu – både i aktie- og anpartsselskaber – til en fri reserve.

SL § 31 udtrykker det centrale princip, at kapitalandele ikke må tegnes til *underkurs*, dvs. at det beløb, som skal betales for en kapitalandel, ikke må være lavere end andelens pålydende, hvis der er tale om kapitalandele med en nominel værdi. Er der tale om stykandele, betyder underkursforbuddet, at kapitalandelen ikke kan tegnes for et mindre beløb end den andel af den samlede selskabskapital, som andelen repræsenterer. Princippet gælder både ved

43. Anmeldelsesbekendtgørelsens § 18, stk. 2, indeholder en opregning af, hvilke former for dokumentation der kan anvendes i forbindelse med registrering i Erhvervsstyrelsens selvbetjeningsløsning, nemlig bankbilag, udtog af en advokats klientkonto eller erklæring fra en advokat eller godkendt revisor om, at kapitalen er indsat på advokatens, revisorens eller kapitalselskabets bankkonto eller foreligger som kassebeholdning.

apportindskud og kontant indbetaling, men volder selvagt stort problem ved apportindskud. Princippet er ikke ganske uden modifikationer, se således nedenfor i kap. 7.3.1 om udstedelse af konvertible obligationer efter SL § 171.<sup>44</sup>

Konvertering til selskabspital af fordringer mod selskabet (mod andre end stiftere og kapitalejere) kan ske både ved stiftelse og normalt senere ved kapitalforhøjelser. En kapitaltegner kan derimod ikke modregne sin indbetalingsforpligtelse med en fordring på selskabet uden bestyrelsens samtykke, jf. SL § 34, stk. 4. Samtykke må kun gives, såfremt modregningen ikke kan skade selskabet eller dets kreditorer. Loven angiver ikke nærmere, hvilke betingelser der skal være opfyldt, for at samtykke kan gives. Bestemmelserne nu formentlig læses således, at de betingelser, der opstilles i obligationsreften, for at tvungen modregning kan finde sted, forudsætningsvis er opfyldte.<sup>45</sup> Bestyrelsen skal efter § 34, stk. 4, yderligere påse, at modregningen er i selskabets interesse, og at selskabet kan undvære den likviditet, som alternativt ville være tilført selskabet.

Modregning er »indskud af andre værdier end kontanter«, altså apportindskud. Hvis blot en del af kapitalen tilvejebringes ved modregning, skal hele selskabspitalen indbetaltes, jf. SL § 33, stk. 1, sidste punktum.

Selskabsloven afgør ikke, hvad det vil sige, at kapitalen er *indbetalt*. Hertil må knæves, at kapitalen faktisk er stillet til rådighed for selskabet, og at den er udskilt fra kapitaltegnernes formue på en sådan måde, at kapitalejeren ikke selv kan disponere over indskuddet, jf. herved bl.a. formuleringen i U 1937.464 H. Kontant indbetaling må således ske på en selvstændig bankkonto, hvorpå kun selskabet kan have, eller på tilsvarende måde, jf. foran i note 43 om kravene til dokumentation for kontant indbetaling.

44. Hvis det – som bl.a. i Finland – er tilladt at have aktier uden nominel værdi, biver underkursforbuddet i relation til det nominelle beløb irrelevant, jf. bl.a. den svenske betenkning SOU 2001:1, Ny aktiebolagslag, p. 209 f. Den finske ordning er imidlertid i modsætning til den danske og svenske ordning en »regel« noo par values-ordning. Den svenske ABL eudholder, ligesom selskabsloven, forsat et underkursforbud i forhold til »aktiens kvotværdie«, jf. ABL 3 kap., 5 §, jf. heraf Sten Andersson, *Svensk Aktiebolagslag*, Del I, 2:8.
45. Se herved Schans Christensen, Kommentar, 2012, p. 172, og Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Kreutzer, Kapitalseksikaler, 5.udg., 2019, p. 168, samt Lars Lindstrøm Petersen og Anders Ebbesen, Konkurrensen mod kommentarier, 14. udg., 2018, p. 449, hvor det antages, at »Modregning kan i almindelighed ikke ske mod forpligtelser ifølge tegning af aktier, anparte eller garantiaandele«. Dette synes at være en overformulering af selskabslovens regler, som jo ikke forbyder, men tværtimod – på visse betingelser – tillader modregning.

En særlig problemstilling opstår, såfremt de samme værdier bruges til at stiftre flere selskaber, såkaldt rullende kapital eller kædestifteelse. Dette accepteres ikke ifølge Erhvervsstyrelsens praksis.

Beskyttelse mod overdragerens kreditorer sonderetter under alle omstændigheder, at der er foretaget sådanne foranstaltninger, som efter almindelige formueretlige regler er nødvendige hertil. Der må være foretaget de relevante sikringsakter i form af tinglysing, underretning m.v., og indskudte aktiver må være behørigt individualiseret, jf. således U 1977.202 G, hvor formoden individualisering af nogle maskiner ikke var sket.

At kapitalen kan anses for indbetalt i selskabslovenes forstand, er ikke ensbetydende med, at den således indskudte kapital straks er beskyttet mod indskøderens kreditorer. Det er den først fra registreringen, jf. U 1978.217 V og U 1982.476 V, hvor et udleg for skat blev opretholdt i aktiver, som skyldneren havde indskudt i et endnu ikke registreret anpartsselskab, sml. herved også U 1984.753 H, som opretholdt toldvæsenets modregning over for et ikke-registreret selskab, samt TIS 1995.588 V om udleg for skattekjeld.

Urigtig anmeldelse af, at kapitalen er indbetalt, medfører strafansvar efter SL § 366, jf. straffelovens § 296, samt erstatningsansvar over for selskabets kreditorer, jf. bl.a. U 1940.24 H, U 1968.515 V og den frifindende dom i U 2010.1617 H, jf. nærmere nedenfor i kap. 14.

#### 5.4. Ophævelsen af reglerne om iværksætterselskaber

Den mest markante nyskabelse i forbindelse med evalueringen af selskabsloven i 2013 var indførelsen af en ny variant af anpartsselskabet, kaldet iværksætterselskabet (IVS).<sup>46</sup>

Baggrunden for denne nyskabelse var *dels* en tendens i en række lande til at afskaffe eller nedsætte kapitalkravet til stiftelse af selskaber, især inspireret af de engelske private companies, jf. herved foran i kap. 4 om Centros-sagen, *dels* en frygt for misbrug af SMBA-formen, hvor selskaber med begrænset ansvar har kunnet stiftes formlest og uden kapital, og *dels*, og måske især, et ønske om at fremme iværksætteri. Alle tre elementer afspejler sig i reguleringen.

46. Inspirationen er hentet i Tyskland, hvor der kan stiftes et »Unternehmergesellschaft«. Se hertil Troels Michael Lilja i NTS 2013:1-2 p. 80 ff. og samme, Iværksætterselskaber, 2015. Bogen indeholder den første samlede fremstilling af reglerne om iværksætterselskaber.

Iværksætterselskaber defineredes i SL § 5, nr. 14, som et anpartsselskab, der ikke har en registreret selskabskapital på 50.000 kr., og som opfylder betingelserne i SL § 357 a. § 357 a var den første paragraf i et nyt kapitel 20 a i selskabsloven med overskriften »Iværksætterselskaber«. Bestemmelsen fastslog i stk. 1, at selskabslovens regler om anpartsselskaber findes anvendelse på iværksætterselskaber, medmindre andet er anført i kap. 20 a. Bestemmelser om anpartsselskaber i andre love, eksempelvis årsregnskabsloven og skatellovgivningen, var således også gældende for iværksætterselskaber.

Den væsentligste forskel i forhold til de almindelige anpartsselskaber angik iværksætterselskabets kapital. SL § 357 a, stk. 2, krevede, at iværksætterselskabet skulle have en kapital på mindst 1 kr.

Det var lovgivers håb, at de lempelige kapitalkrav ville lette vilkårene for iværksættere.

Det var der til et mål at motivere iværksættere til at anvende en loyreguleret selskabsform i form af anpartsselskabet frem for en ulovreguleret og mindre gennemsigtig selskabsform som SMBA-selskabet. Dette mål er nærliggende ved en tendens af lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, således at der ikke efter 1. januar 2014 kan stiftes og registreres SMBA-selskaber. Virksomheder med begrænset ansvar kan efter dette tidspunkt kun stiftes som andelsselskaber eller foreninger.

Erhvervsstyrelsen offentliggjorde den 26. maj 2016 en statusrapport om erfaringerne med iværksætterselskabet i den første periode, hvor disse selskaber har eksisteret. De overordnede konklusioner var, at selskaberne fungerer efter hensigten, og at en stor del af iværksætterselskaberne formår at skabe et forsvarligt økonomisk grundlag. Det anføres, at de foreliggende data ikke indikerer, at selskaberne i særlig grad anvendes ved økonomisk uansvarlig virksomhedsdrift, men at der dog er behov for at følge op på iværksætterselskabernes regelefterlevelse i forhold til aflevering af årgappart og registrering af ejerforhold. Målt alene på antallet – i dag ca. 45.000 – kan man sige, at selskabsformen slog an, jf. også figur 3 i kapitel 1.4 ovenfor.

Erhvervsstyrelsens senere analyse af iværksætterselskaber i 2018 har imidlertid vist, at selskabsformen i større grad end forventet har medført en forhøjet risiko for svig, hvor skatte- og afgiftsrestriktioner er næsten dobbelt så store som for enkeltmændsvirksomheder. Ved en ændring af selskabsloven i 2019 (lov nr. 445 af 13. april 2019) blev muligheden for at stiftse nye iværksætterselskaber afskaffet. Eksisterende iværksætterselskaber skal inden 15. oktober 2021 omregistreres til anpartsselskab eller opløses. Erhvervsstyrelsen har udgivet henholdsvis »Vejledning om omregistrering af et iværksætterselskab til anpartsselskab« og »Vejledning om opløsning af iværksætterselska-

Der føres for nærværende en meget engageret debat om afskaffelsen af iværksætterselskabet. Debatten har deltagelse både fra erhvervslivet og af en række selskabsretlige forskere.

Ser man først på, hvorledes det er gået med nyregistreringer af selskaber og med omregistreringen af de eksisterende iværksætterselskaber, kan det konstateres, at der er sket et kraftigt fald i antallet af nyetablerede virksomheder efter afskaffelsen af iværksætterselskabet. Antallet af nystiftede iværksætterselskaber er som ventet faldet, men det fald har ikke ført til, at der i stedet nystiftes markant flere anpartsselskaber.

Fra erhvervsside gøres det gældende, at iværksættere dermed har mistet muligheden for at drive virksomhed i selskabsform. Fra iværksætterside ansøres bl.a., at kapitalkravet for anpartsselskaber – 40.000 kr. – forhindrer nye grunde iværksættere, som ofte er unge eller under uddannelse, i at komme i gang.

Angående muligheden for omdannelse er det gjort gældende, at overgangsfristen var for kort. Dette har ført til, at omdannelsesfristen blev udskudt fra opundeligt 1. april 2021 til 15. oktober 2021. Muligheden for at skaffe den nuværende minimumskapital er dermed øget, men næppe tilstrækkeligt. Det ansøres således fra iværksætterside, at det er karakteristisk for mange nye iværksætterselskaber, at de arbejder med en længere tidshorisont, hvor der i en drøjke arbejdes med underskud. Dette er så at sige *forretningsmodellen*. En tilsvarende problemstilling kendes vedrørende introduktion af selskaber på First North.<sup>47</sup>

Selskaber, som ikke kan opfylde kravene til omdannelse, kan vælge at likvidere som solvente efter de selskabsretlige regler – eller at foretage sig ingenting typisk med tvangsplosning til følge, fordi der ikke indleveres årsregnskaber, jf. reglen i SL § 225. Der er typisk ikke midler, der kan komme kreditorerne til gode gennem en konkursbehandling. Resultatet bliver derfor ofte tvangsplosning. En væsentlig kritik går her på, at omkostningerne til at gennemføre en tvangsplosning – der kan være op mod 50.000 kr. – ender hos det offentlige.

47. Ved introduktion af et selskab på First North stilles ikke særlige krav til selskabets kapital, men selskabet skal dokumentere indtjeningsevne og tilstrækkelige finanzielle ressourcer til at gennemføre sine planer for en periode af mindst 12 måneder efter den første handelsdag.

Dette er en kritik, der også kan rettes mod reglerne om tvangsopløsning af anpartsselskaber, jf. nedenfor i kap. 16.4.2.

Set fra et selskabsretligt perspektiv er der flere muligheder for at løse de nævnte problemer:

Reguleringen af anpartsselskaber er ikke undergivet EU-regler. Bl.a. kapitalkravene gælder kun for aktieselskaber. Ultimativt kan man derfor nedsætte kapitalkravet i anpartsselskaber til 1. kr. Det er en løsning, der er valgt i en række medlemsstater, for nylig Finland og Belgien. Belgien afskaffede i 2019 sit iværksætterselskab SPRL-Sarter. Løsningen anbefales også i den europæiske modellov (EMCA) (1 euro).

Der er i dag udbredt enighed, om at kravet om minimumskapital, hvad enten det er 40.000 kr. eller lidt mindre, ikke udgør en væsentlig garanti for selskabers levedygtighed. Mere substans er der måske i det synspunkt, som i populært sprog kan betegnes som »hånden på kogepladens», altså at en minimumskapital vidner om en vis seriøsitet.

Ser man på, hvilke selskabsretlige modeller der kan komme på tale, springer en nylig gennemført belgisk reform i øjnene. Elementer i den belgiske reform er:

- 1) Minimumskapital 1. kr.
- 2) Stiftelsesdokumentet suppleres med en finansieringsplan godkendt af en ekstern rådgiver (revisor).
- 3) En form for garanti ved konkurs/likvidation.

Et element i overvejelserne kan også være at se på de gældende regler om lempelse af revisionspligten for små virksomheder, både anpartsselskaber og iværksætterselskaber. Revision koster naturligvis penge, men udgør også et værn mod misbrug. Alternativet til, at der foretages revision, er, at långivere selv må foretage den nødvendige vurdering med hensyn til kreditgivning. Dette forhold har ført til, at nogle banker avisere at finansiere selskaber uden revision.

### 5.5. Anmeldelsen af selskabet

Anmeldelse til Erhvervsstyrelsen eller registrering af selskabet skal ske senest 2 uger efter underskrivelsen af stiftelsesdokumentet, jf. SL § 40, stk. 1. Overskridelse af fristen medfører, at registrering ikke kan finde sted, og at tegnernes forpligtelse bortfalder. Det samme gælder, såfremt registrering nægtes af andre grunde, jf. således Erhvervsankenævnets kendelse af 14. december 1998 nr. 28-122,531 (nægtelse på grund af manglende indbeta-

ling). Det er ikke tilstrækkeligt, at en eventuel mangel berigtes. Selskabet må stiftes på ny.

Kravene til anmeldelsen og bestemmelser om registreringsproceduren findes i SL §§ 9 og fulgende og den i medfor heraf udstede bekendtgørelse nr. 1377 af 12. december 2019 med senere ændringer om anmeldelse m.v. til Erhvervstyrelsen.<sup>48</sup> Anmeldelsesbekendtgørelsen omhandler såvel registreringer i forbindelse med stiftelsen som senere registreringer. Erhvervstyrelsen modtager og offentliggør de anmeldelser om nyregistreringer, senere ændringer i selskabets forhold og selskabsregnskaber, som lovgivningen foreskriver, skal indsendes til styrelsen. Til registreringsvirksomheden hører en prøvelse af, om lovgivningen og vedtægternes bestemmelser er overholdt, jf. SL § 15, men ikke af om foretagne beslutninger eller dispositioner er forretningsmæssigt forsvarlige eller hensigtsmæssige.<sup>49</sup> Selskaberne har pligt til at give styrelsen de oplysninger, som er nødvendige for at tage stilling til disse legalitetsspørgsmål, jf. SL § 17, stk. 1, og – for regnskabernes vedkommende – årsregnskabslovens § 160.

Dersom styrelsens prøvelse viser, at såfremt anmeldelsen lidet af en mangel, som ikke kan afhjælpes, nægtes registrering. Kan manglen derimod afhjælpes ved ny bestyrelses- eller generalforsamlingsvedtagelse, fastsættes en frist til afhjælpning af manglen, jf. SL § 23 g. Afslag på registreringsanmodningen kan inden for 4 uger indbringes for Erhvervsministeriets Erhvervsankenævn, jf. SL § 23 b. Erhvervsankenævnets afgørelse kan prøves ved domstolene. Anmelderen kan i stedet vælge at indbringe afslaget direkte for domstolene ved en civil sag anlagt mod Erhvervstyrelsen.

Tredjemand, der mener, at en stedfundne registrering er ham til skade, kan få spørgsmålet prøvet under en civil sag anlagt mod det registrerede selskab efter reglen i SL § 17. Erhvervstyrelsen kan ikke, hverken efter henvendelse eller på eget initiativ, ophæve eller ændre en foretaget registrering, men kan omvendt omgøre en tidligere beslutning om at nægte registrering.<sup>50</sup>

48. Ved siden af anmeldelse til Erhvervstyrelsen skal selskabet også registreres hos skattemyndighederne. Denne registrering sker nu også ved anmeldelse til Erhvervstyrelsen, se anmeldelsesbekendtgørelsens kap. 9, §§ 59 og 60, om anmeldelse om registrering i henhold til skatte- og afgiftslovgivningen.
49. Se nærmere om Erhvervstyrelsens kontrol og indførelsen af den såkaldte »kontrolpakk« foran i kap. 2.4.1.
50. Styrelsen kan dog efter hidtidig praksis rette rene ekspeditionsfejl og registreringer, der åbenbart er sket med urette, jf. Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 145 f., og jf. Erhvervsankenævnets afgørelse af 22. november 2000 nr. 00-106.934 om berigtigelse af en skrivefejl. Denne praksis er opretholdt efter selskabsloven. Der foreligger i øvrigt et antal kendelser fra Erhvervsankenævnets

Anmeldelsen kan ske på foreskrevne blanketter, der skal indeholde en række oplysninger om selskabet. Blanketterne kan enten være sædvanlige papirblanketter eller i elektronisk form, jf. SL § 12 og §§ 8 a og 8 b. Anmeldelsen skal som hovedregel ske online – såkaldt *selfregistrering* – jf. anmeldelsesbekendtgørelsens § 2 og følgende samt nedenfor i punkt 5.8. Anmeldelsen skal vedlægges en række bilag, som skal forblive i registret, samt eventuelt dokumenter, der kun indsendes til forevisning. Kravene til anmeldelsen er som nævnt specificeret i anmeldelsesbekendtgørelsen. Alle de indsendte dokumenter, og bilag er med visse modifikationer offentligt tilgengelige, jf. SL § 12 og anmeldelsesbekendtgørelsens § 13 og følgende. § 14 opnøgner de dokumenter der er undtaget fra offentlighed med en henvisning til undtagelsesreglene i offentlighedsloven og forvaltningsloven.

Dokumenter af intern karakter, som f.eks. direktør- og funktionærskonakter, skal ikke indsendes. Det samme gælder aftaler, som selskabet ikke er deltaget i, selv om de i øvrigt vedrører selskabet, navnlig eventuelle ejeraftaler.

Alle registreringer m.v. bekendtgores i Erhvervsstyrelsens IT-system. Oplysningerne er både tilgængelige ved gennemsyn hos styrelsen og i Det Centrale Virksomhedsregister (CVR).

Retsvirkningen af bekendtgørelsen er, at det bekendtgjorte anses for at være kommet til tredjemanns kundskab, jf. nærmere SL § 14, stk. 2 og 3. Manglende bekendtgørelse hindrer dog ikke tredjemand i at gøre det anmeldte forhold gældende.

### 5.6. Selskabets registrering

Selskabet er først endeligt stiftet ved registreringen. Først fra dette tidspunkt foreligger et selvstændigt retssubjekt, som er undergivet selskabslovenes regelsett. I overensstemmelse hermed bestemmer SL § 41, stk. 1, at selskabet først ved registreringen får *retsevne*, evne til at erhverve rettigheder og indgå forpligtelser, og *partshabiliteter*, evne til at være part i retssager. Selskabet kan dog før registreringen anlægge sagmål til indkørsning af tegnede selskabskapital og vedrørende tegningen i øvrigt.

der belyser grundenne for, hvornår registreringer kan rettes administrativt, jf. bl.a. Erhvervsankommens 2. kendelse af 5. august 2013 og Erhvervsankommens kendelse af 28. juli 2014. Disse og andre kendelser er refereret hos *Lars Bunch og Søren Corfixsen What's what*, a.s. Se også kapitel 2.4 ovenfor og 5.8 nedenfor om kendelser, hvor Erhvervsankommens ikke harget sig udgang til at foretage registrering via selvhængslosningen grundet mistanke om misbrug.

Tidligere kunne det efter omstændighederne tage nogen tid at få registreret et selskab. Efter at selvregistreringssystemet er blevet den almindelige registreringsmetode, er problemet med at bestemme selskabets retsstilling i stiftelserperioden væsentligt reduceret. Selvregistrering er dog ikke obligatorisk og i visse tilfælde ikke mulig. Selv om en anmeldelse sker rettidigt, kan Erhvervsstyrelsens provelse tage tid. Selskabslovens § 41, stk. 3 og 4, indeholder derfor stadig en bestemmelse om retsstillingen under stiftelsen, jf. nærmere i det følgende.

At selskabet under stiftelse ikke har *partshabilitet*, betyder, at der ikke kan gøres retskrav gældende eller blive modt med sådanne krav i en proces, ligesom det ikke har proceshabilitet og således ikke kan optræde som part i processuel sammenhæng, jf. herved U 2000.1985 H og U 2001.1638 Ø.<sup>51</sup> Udlæg eller udpartning kan ikke foretages med selskabet som rekvisitus; selskabet kan ikke anlæggo sag, jf. således U 1999.515 Ø og ikke foretage processuelle handlinger som f.eks. anke af retssager, jf. U 1922.667 Ø og U 1978.217 V. Selskabet kan ikke som sådant erklares konkurs, jf. U 1966.675 Ø.

Forholdet mellem deltagerne i selskabet såvel som forholdet til kreditorerne i tiden indtil registreringen giver anledning til tvivl. Forholdet mellem deltagerne har i visse henseender nærmest karakter af et interessentskab med aktionærerne som interesserter.<sup>52</sup> U 1980.559 H godkendte således oplæsning af det før registreringen bestående økonomiske fællesskab ved skifretten efter konkursreglerne, jf. skiftelovens § 82, på samme måde, som hvis der havde været tale om et interessentskab, men krævede dog ikke, at alle deltagerne var konkurs, jf. interessentskabsreglerne. Hvis deltagerne er enige om at påbegynde virksomhed inden registreringen, er det nærliggende, også med henbryg til hæftelsen i forhold til kreditorerne, at sidestille forholdet med et interessentskab. Interessentskabsanalogien fører også med sig, at deltagernes særkreditorer vil være afskåret fra at foretage udlæg i den indskudte formue, jf. herved dommene i U 1986.725 Ø og U 1991.233 V.<sup>53</sup> I andre henseender er det ikke fuldt afsklaret, hvorledes retsstillingen er. U 1992.825 V antog, at AL. § 12, stk. 2 (svarende til SL § 41), ikke regulerede spørgsmålet om stifternes indbyrdes hæftelse. Denne må bero på de konkrete omstændigheder. En ansat, som havde underskrevet stiftelsesdokumenterne, men som i øvrigt ikke

51. Jf. herved *Gomarid og Kistrup*, Civilproces, 8. udg., 2020, p. 341 f.

52. Jf. også *Gomarid/Schaumburg-Müller*, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 207 f., *Schou Christensen*, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 356 f., og *Søren Fritz Hansen* og *Jens Valdemar Krenckel*, Kapitalselskaber, 5. udg., 2019, p. 194.

53. Jf. herved nærmere *John Peter Andersen* i U 1987B, p. 169 f.

## Kapitel 5. Stiftelse af aktie- og anpartsselskaber

på nogen måde havde oprådt som deltagere, hæftede herefter ikke for gælden i forhold til en medstifter.

Er selskabet stiftet og ejet af én person, kan interessentskabsmodellen naturligvis ikke anvendes. Omdannes således en enkelmandsvirksomhed til et aktie- eller anpartsselskab, hæfter den pågældende fuldt ud for den gæld, der stiftes indtil registreringen, jf. herved U 1984.753 H og TIS 1995.588 V.

At selskabet ikke har retsevne, betyder ikke, at det må ligge stille, mens det er under omdannelse fra et personligt firma til et aktie- eller anpartsselskab. Heller ikke, at det ikke kan påbegynde sin virksomhed med anskaffelse af fast ejendom og løsøre, ansættelse af personale osv., når der er tale om et myndiges selskab. SL § 41, stk. 3, indeholder bestemmelser om retsstillingen vedrørende de forpligtelser, der indgås på selskabets vegne for registreringen. Denne bestemmelse tager sigte på at udfylde det »hul«, der opstår, fordi selskabet kan påbegynde virksomhed, uden at selskabet som sådant hæftes. Bestemmelsen forholder sig altså kun til forholdet til selskabets kreditorer, jf. ovenfor, og udelukker i øvrigt ikke, at nogen kan hæfte på andet grundlag, herunder efter interessentskabsregler, jf. ligeledes ovenfor. Hæftelsesreglen i § 41 er en slags *safe harbour* for lovgiver. Anvendelse af reglen fører til, at nogen må hæfte.

Efter § 41, stk. 3, er ordningen den, at *de, som har indgået forpligtelsen eller har medansvar herfor, hæftes solidarisk*. Det betyder, at såvel stifterne (selv om de ikke har tegnet kapitalandele) som den bestyrelse, der erstatter stifterne, hæftes, såfremt de udtrykkeligt eller stillende har tilladt, at der indgås aftaler på selskabets vegne. Ansvaret påhviler derimod ikke den, der som fuldmægtig for selskabet har indgået aftalen, jf. således U 1981.941 H.

Meningen med de indgåede aftaler er sædvanligvis, at selskabet skal være berettiget og forpligtet. Såvel ved stillelsen som senere forudsætter dette efter almindelige aftaleretlige regler, at det er gjort klart for medkontrahenten, at der handles på selskabets vegne, og at handlen indgås af personer, der er legitimeret til at disponere for selskabet.

Hvis aftalen går ud på, at selskabet skal erhverve ret, sker der en betinget rettigheds erhvervelse for selskabet. Rettigheden tilkommer selskabet fra det øjeblik, det er registreret. For dette tidspunkt opnår selskabet ikke endelig ejendomsret til overdragte aktiver, jf. herved U 1976.993 Ø eller beskyttelse mod overdragerens kreditorer, jf. U 1977.202 Ø, U 1978.217 V, U 1982.476 V og U 1991.233 V. Se også U 1984.753 H, som opretholdt toldvæsenets modregning med et tilgodehavende bosætteren i det krav, et selskab under stiftelse havde på toldvæsenet.

Ved erhvervelser eller underpartnertning af faste ejendomme og løsere kneves tinglysning som sikringsakt. Et antal domme viser, at tinglysning såvel af selskabets rets erhvervelse som af selskabets videreoverdragelse af faste

ejendomme og pantebreve heri kan ske, således at tinglyning sker som byrde ved frist til fremskaffelse af registreringsattest. Se dommene i U 1973.361 V, U 1973.998 V, U 1974.197 V, U 1977.911 Ø og U 1977.1048 Ø. Fristen kan forlenges efter begæring, men denne må være fremkommet inden fristens udbetjening. Ellers risikeres, at overdragerens kreditorer foretager retsforsiging, som må respekteres, jf. herved U 1977.911 Ø.<sup>54</sup>

Ved U 1973.687 H er det derimod antaget, at et løserepantebrev fra et aktieselskab under stiftelse ikke kunne tinglyses på tilsvarende måde. Dommen har vakt kritik.<sup>55</sup> Modsat kan dog underpant i biler tinglyses, jf. U 1998.314 V, hvor et ejerpantebrev i en bil kunne tinglyses i bilbogen med frist til dokumentation af selskabets registrering.

Det kan aftales med medkontrahenter, at *forpligtelser*, der indgås på selskabets vegne, alene skal påhvile selskabet, når dette er registreret. Et dette ikke tilfældet, gælder efter § 41, stk. 3, at de, som har indgået forpligtelsen eller har medansvar herfor, hæfter solidarisk for opfyldelsen. Medansvar vil gennemgående kunne påhvile stiftere og bestyrelsesmedlemmer, for så vidt de enten udtrykkeligt har samtykket i retshandelen, eller denne dog falder inden for den almindelige bemyndigelse, de har givet den handlende. Se fra praksis før 1973-loven f.eks. U 1943.639 Ø, U 1962.207 Ø, U 1946.1103 SH og U 1952.575 H og senest U 1981.94 H. Stifteransvaret kan efter omstændighederne gøres gældende, selv om stiftelsen opgives, jf. herved U 1972.668 Ø.

Ved registreringen overtager selskabet automatisk de forpligtelser, der følger af stiftesesoverenskomsten, eller som er pådraget selskabet efter den konstituerende generalforsamling. Hvis selskabet ifølge stiftesesoverenskomsten skal overtake en bestående virksomhed, er de under stiftelsen indgåede aftaler vedrørende driften m.v. »en følge af stiftelsesdokumentet« og overtares dermed af selskabet.<sup>56</sup>

Samtidig bortfalder den personlige hæftelse, jf. således U 1981.876 V,<sup>57</sup> mih. derimod U 1979.942 Ø om en udpantning.

54. Dommen oprettholdt tinglysning af en overdragelse af en fast ejendom til et ApS under stillelse, men med pligt til at meddele retsamærkning om en tidligere tinglyst udpantning ved en efter fristens udløb begæret fristforlængelse. Dommen tager således ikke endelig stilling til spørgsmålet om udpantningens prioritetsstilling, se om dommen Kirk Sørensen i Advokatbladet 1977 p. 73 f.

55. Jf. bl.a. Jan Schous Christensen, Kommentar p. 191 samt Anders Ørgaard i U 1997B, p. 356 f. Et løserepantebrev må derfor udstedes af pantets hidtidige ejer eller af samtlige stiftere, jf. U 1982.742 Ø.

56. Jf. herved Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 258.

57. Jf. 1969-betænkningen p. 86, jf. også ØK 5. juli 1977, citeret hos Lindencrone og Øgaard, Konkursloven med kommentarer, 14. udg., 2018, p. 330. I Lars Bunch og So-

Medkontrahenter, der ved, at de handler med et selskab under stiftelse, kender retsstillingen og må derfor vedtak aftalen, indtil det er afsklaret, om selskabet faktisk bliver anmeldt og registreret, jf. § 40, stk. 4. Var medkontrahenten ikke klar over, at selskabet ikke var registreret, kan han, når han får viden herom, hæve aftalen, indtil registrering er sket. Efter registreringen kan kravet kun rettes mod selskabet og ikke mod de indtil da haftende personer, jf. U 1981.876 V.

## 5.7. Om skuffeselskaber

En registreringsprocedure kan efter omstændighederne være tidkrævende, men er det normalt ikke. Retsstillingen forinden stiftelsen er ikke ganske klar og kan give anledning til, at de personer, der medvirker i stiftelsesfasen og i denne periode driver selskabets virksomhed, kan pådrage sig et personligt ansvar for selskabets forpligtelser.

For at undgå disse ulemper kan omdannelse af personlig virksomhed til selskabsform såvel som påbegyndelse af en ny virksomhed i selskabsform ske ved erhvervelse af anparterne/aktierne i et såkaldt skuffeselskab, dvs. et færdigregistreret selskab med et sæt standardvedtægter og et kontant indestående, nemlig en indskudt minimumskapital minus eventuelle stiftelsesomkostninger, og som ikke forud for det tidspunkt, hvor anparterne/aktierne overdrages, har drevet erhvervsmæssig virksomhed.<sup>58</sup> Et skuffeselskab er med denne definition noget andet end de såkaldte *tomme selskaber*, se om disse nedenfor i kap. 8.3.

Skuffeselskaber oprettes og indehaves som lagervarer af en del advokater og andre.

Efter erhvervelsen sker der derefter en tilpassning til den "nye" virksomheds behov ved gennemførelse af vedtektsændringer vedrørende navn, formål m.v. Der vilges ny bestyrelse, og direktion og den gamle ledelse afmeldes. Afmeldelsen kan efter praksis foretages af de udtrædende, dvs. sælgerne, som har en naturlig interesse i ikke mere at stå som ansvarlig ledelse. Selve virksomheden føres ind i skuffeselskabet, ved at dette enten køber denne, evt. forbundet med en kontant kapitalforhøjelse eller ved at virksomheden ind-

ren Corfixsen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 258, nævnes i modsat retning en utrykt Østre Landsrets dom fra 1978, som dog formelt har en speciel baggrund.

58. Jf. herved om erhvervelse af skuffeselskaber Per Stokmann i U 1990B, p. 465 ff., Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 316 f., og Soren Friis Hansen og Jens Voldevar Krenzel, Kapitalselskaber, 5. udg., 2019, p. 196 f.

skaffes som opportindskud i forbindelse med en kapitalforhøjelse. Da reglerne om opportindskud ved kapitalforhøjelse er identiske med stiftelsesreglerne, er der i denne situation de samme garantier for kapitalens reelle indbetaling som ved den ordinære stiftelsesprocedure. Sker erhvervelsen ved et kontantkab, vilge SL § 42 i en toårsperiode fra skuffeselskabets stiftelse en tilsvarende garanti, for så vidt der er tale om et aktieselskab. Er skuffeselskabet derimod ældre end to år, eller er der tale om et anpartsselskab, kommer man ud over § 42's virkeområde. Dette forhold kan give anledning til misbrug af skuffeselskabsformen, som i øvrigt må anses som helt legitim.<sup>59</sup>

Af afgørende betydning for anvendelse af skuffeselskaber er, at »stiftelse ved erhvervelse af skuffeselskaber anerkendes i skattemessig henseende. Dette er nu i det væsentlige sket ved loven om skattefri virksomhedsomdan-

delse § 1, stk. 2<sup>60</sup>. Efter at stiftelse af selskaber nu som oftest sker via Erhvervsstyrelsens selvregistreringssystem, jf. straks nedenfor, er behovet for at benytte skuffeselskaber væsentligt reduceret.

### 5.8. Online registrering (selvregistrering)

De problemer, der er forbundet med, at registreringsproceduren kan tage tid, er som nævnt blevet væsentlig formindsket som følge af indførelsen af ny teknologi.

Såvel stiftelse af selskaber som anmeldelse af vedtægtsændringer m.v. kan i dag ske enten ved anvendelse af anmeldelsesblanketter eller ved online registrering via Erhvervsstyrelsens selvbetjeningsløsning på [www.virk.dk](http://www.virk.dk), jf. anmeldelsesbekendtgørelsens §§ 2 og følgende samt § 6. En elektronisk anmeldelsesbekendtgørelsen

59. If. herved også Jan Schaus Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 316 f., hvor et forslag om forbud mod skuffeselskaber i den såkaldte Savona-rapport om «Transparency and Money Laundering», 2001, kritiseres. Sml. herved også den svenske rapport »Lagerbolag och ekonomisk brottslighet» omtalt i Balans 2004/4 p. 4, samt Per Nordström i NTS 2004:1 p. 57 f. om »Misbruk av associationsformer». Se i øvrigt generelt om anvendelsen af skuffeselskaber i forbindelse med selskabsmanaktioner hos eksempelvis Asger Lehmann Høj og Jesper Seehausen, Selskabsretlige transaktioner – selskabstillet og skatteretligt, RR 7.2016.56 samt hos Karsten Gammel i fl., Køb og salg af virksomheder, 1. udg., 2016.
60. Det er dog en betingelse, at skuffeselskabet er stiftet senest på omdannelsesdatoen, og at skuffeselskabet ikke har drevet erhvervsmæssig virksomhed. Ved en skattemægtig overdragselse med tilbagewirkende kraft kan et skuffeselskab ikke anvendes, jf. herved Tage Michelsen m.fl., Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2017, p. 701.

## Kapitel 5. Stiftelse af aktie- og anpartsselskaber

delesesblanket kan hentes på styrelsens hjemmeside ogindsendes i papirform eller via e-mail/diskette. De nærmere regler om registrering er i det hele taget sat i anmeldelsesbekendtgørelsens kap. 2.

Anvendelse af den elektroniske blanker er åben for enhver, og efter anmeldelsen sker der en sædvanlig prøvelse af anmeldelsen.

SL § 12 og anmeldelsesbekendtgørelsen giver hjemmel til, at anmeldelsen kan ske online, således at anmeldere selv kan foretage registreringer i styrelsens IT-system. Sådanne registreringer træder i stedet for indsendelse af anmeldelser. Det indebærer, at styrelsen ikke foretager en prøvelse af anmeldelsen. Anmelderen indstår for, at anmeldelsen eller registreringen er lovlige foretaget, jf. SL § 15, stk. 2, og anmeldelsesbekendtgørelsens §§ 8 og 9. Hvis SL § 17 kan styrelsen i 3 år kræve indsendt bevis for, at dette er tilfældet f.eks. at kapitalen er indbetalt i rette tid. I særlige tilfælde kan styrelsen også stille krav om en revisorerklæring om, at de økonomiske dispositioner i forbindelse med anmeldelsen eller registreringen er lovlige foretaget. Godtgøres dette ikke, eller berigiges forholdet ikke, hvis dette er muligt, kan styrelsen om formodent foranledige selskabet opløst efter regleme i SL § 226.

Det er klart, at en adgang til at foretage anmeldelse og registrering kan misbruges. Der stiller derfor både en række tekniske og andre krav for at blive godkendt som bruger. Man skal både知情 over det nødvendige tekniske udstyr, være accepteret af styrelsen som bruger og have indgået kontrakt med styrelsen, jf. nærmere anmeldelsesbekendtgørelsens § 6. Ved erhvervsmæssig anmeldelse skal anmelder enten være advokat, godkendt revisor eller optaget i et særligt register til bekæmpelse af hvidvask, jf. § 6, stk. 3. Derved er det altid muligt at finde anmelderen og holde vedkommende ansvarlig. Misbruges systemet, kan adgangen som bruger lukkes, jf. herved U 1999.1476 Q. Der ses et stigende antal kendelser fra Erhvervsankenævnet, hvor brugernes adgang til selvbetjeningsloosningen lukkes grundet mistanke om misbrug, jf. eksempelvis kendelsen af 16. februar 2010 (Årsberetningen 2010 p. 185) om registrering af en kæde af selskaber på samme kapitalgrundlag. Erhvervsankenævnets kendelse af 17. november 2014 om ulovligt indskud af fordringer på stifteren, Erhvervsankenævnets kendelse af 27. november 2015, hvor vurderingsberetningerne med tilhørende åbningsbalance ved stiftelsen af en række anpartsselskaber ved sponspindskud ikke fundtes at leve op til kravene i SL § 36 og Erhvervsankenævnets kendelse af 26. marts 2020, som stadfestede Erhvervsstyrelsens lukning for adgangen til at foretage registrering via Erhvervsstyrelsens selvbetjeningsloosning.

## Om kapitalandele (aktier og anparter)

**6.1. Kapitalandele er den fælles betegnelse for aktier og anparter**

Selskabslovens kapitel 4, §§ 45 ff., har overskriften »Kapitalandele, ejerforetakelser m.v.«.

Ud over den terminologiske sammenfatning af begreberne aktier og anparter i udtrykket kapitalandele indeholder kapitlet flere væsentlige ændringer og nydannelser både i forhold til tiden før selskabsloven og senere.

Som udgangspunkt gælder også i dette kapitel, at reglerne både gælder for aktier og anparter, hvilket markeres ved anvendelse af fællesbegrebet kapitalandele. Hvor der er forskelle, benyttes ordene aktier eller anparter – eksempelvis i § 57 om aktier i statslige selskaber og i § 57 a om registrering af mindre besiddelser af børsnoterede aktier.

En nydannelse er, at der både kan udstedes kapitalandele med nominel værdi og stykkandel. Se herom foran i kap. 1.2.

Væsentligt er videre, at der kan udstedes stemmeløse kapitalandele, og at der er fri adgang til opdeling i klasser. Navnlig det sidste har stor betydning.

En nydannelse er også indførelse af et ejerregister. Ejerregistret udvider de praktiske muligheder for at få indblik i ejerkredsen.

De seneste ændringer i kapitlet er forbuddet i 2015 mod udstedelse af nye handelsverktier, loven om indførelse af et register for reelle ejere i 2016 samt reglerne om identifikation af aktionærer i 2019, jf. om disse regler nærmere nedenfor.

### 6.1.1. Udstedelse og indhold

Betegnelsen *aktie* anvendes i forskellig betydning. Selskabsloven anvender nogle steder ordet *aktie* som betegnelse for den andelsret, som aktionærerne har til selskabsformuen, jf. f.eks. §§ 54, 57, 60 og 61. Ordet anvendes i almindelig sprogbrug også som betegnelse for de dokumenter, som selskabet

kan udstede som bevis for aktionærernes andelsret. I selskabsloven bruges om dokumenterne betegnelsen *aktiebreve*, jf. således SL § 64, stk. 1.

Som fællesbetegnelse for de dokumenter, der kan udstedes for kapitalandele, anvender selskabsloven imidlertid betegnelsen *ejerbeviser*, jf. SL §§ 59 og 60. Det centrale ledelsesorgan kan beslutte at udstede ejerbeviser. De kan dog kun udstedes, såfremt det er bestemt i vedtægterne, eller hvor ejerbeviserne er omsetningspapirer eller udstedi til ihændehaveren, og såfremt kapitalandelene ikke udstedes gennem en værdipapircentral, jf. SL § 60, stk. 1.

Hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, kan aktionærerne ikke forlange, at der udstedes aktiebreve, jf. SL § 64, stk. 1. I forbindelse med den første fondsbørsreform i 1986 blev der gennemført ændringer i aktieselskabsloven med henblik på, at udstedelse af aktier i børsnoterede selskaber skulle ske gennem den daværende Værdipapircentral. Der skete dog ikke principielle ændringer i det selskabsretlige system i denne forbindelse. De vigtigste ændringer var, at aktiebrevene erstattes af de oplysninger, der anmeldes og registreres i Værdipapircentralen, og at salg og pantsætning m.v. af de pågældende aktier sker efter reglerne om fondsaktiver i stedet for efter analogier af gældsbrevallovens regler, jf. nedenfor under punkt 6.1.5.

Overgangen til aktieregistrering i Værdipapircentralen skete ved udstedelse af bekendtgørelse herom. Herefter skulle alle fondsbørsnoterede selskaber udstede aktier gennem Værdipapircentralen. Med Børsreform II, der blev gennemført ved værdipapirhandelsloven af 1996, blev pligten til at udstede aktier i børsnoterede selskaber som fondsaktiver ophævet. Dette gælder også efter selskabsloven. Et børsnoteret selskab kan således (igen) vælge at have papiraktier. Dette kan f.eks. være relevant, såfremt aktien samtidig er noteret på en udenlandsk børs, hvor der anvendes fysiske papirer. Hvis selskaber vælger papirløse aktier (såkaldt dematerialiserede værdipapirer), kan de udstedes gennem en dansk værdipapircentral, (CSD) – VP Securities A/S<sup>1</sup> – eller gennem en godkendt udenlandsk registreringscentral, f.eks. Euroclear eller Clearstream. Også aktier i ikke-børsnoterede selskaber kan udstedes gennem en værdipapircentral.

*Ejerbeviser* er værdipapirer, der er bærer af rettigheder, jf. nærmere i det følgende. Noget andet er det bevis, der efter SL § 53, stk. 3, kan udstedes for, at en kapitalejer eller en panthaver er indført i ejerbogen. Dette bevis har kun betydning i relation til de særlige bestemmelser om dokumentation vedrøren-

1. Det tidligere dansk ejede selskab blev den 4. august 2020 købt af Hollandske Euronext N.V.

## 6.1. Kapitalandele er den fælles betegnelse for aktier og anparte

de indførelse i ejerbogen, herunder SL § 49 samt § 50 og følgende, jf. herom��edeles i det følgende.

Et selskabs kapital kan opdeles i flere kapitalandele. Et ejerbevis kan omfatte flere kapitalandele, jf. SL § 59. Antallet af ejerbeviser beror i øvrigt på bevisernes pålydende (det nominelle beløb) eller, ved stykandele, antallet af andele, jf. SL § 47. Beløbet kan angives i danske kroner eller euro, jf. SL § 2. Ejerbaviserne kan lyde på forskellige beløb, i vedtægterne ofte angivet som et minimumsbeløb, f.eks. 100 kr. »og multipla heraf«.<sup>2</sup>

Ejerbeviser må ikke udleveres, før registreringen er sket i Erhvervsstyrelsen. Navneandele skal yderligere være noteret i ejerbogen, jf. SL § 60, stk. 3.

SL § 60, stk. 4-7, indeholder en række krav til ejerbevisers indhold. Kravene gengiver de væsentligste vedtægtsbestemmelser om kapitalandelens karakter og kapitalejerens retsstilling. Det er imidlertid ikke de i ejerbeviset opagne bestemmelser, der bestemmer kapitalejerens retsstilling i selskabet. Ejerbaviset tjener kun til oplysning herom. Retsstillingen beror på vedtægters indhold. For at oplyse kapitalejerne herom bestemmer § 60, stk. 7, at ejerbaviset skal indeholde et forbehold om, at der efter udstedelsen kan være truffet bestemmelser, som ændrer kapitalejernes retsstilling, jf. også nedenfor under 6.1.5.

SL §§ 61-63 indeholder særlige bestemmelser vedrørende aktier, der udstedes gennem en værdipapircentral. For aktier udstedt gennem en værdipapircentral skal selskabets centrale ledelsesorgan sørge for, at centralen straks får oplysninger om de væsentlige forhold vedrørende selskabet og aktien samt senere ændringer heri, jf. nærmere SL § 61. Disse oplysninger modsvarer i det væsentlige de oplysninger, der skal stå i et ejerbevis. På samme måde som vedrørende ejerbaviser gælder, at det ikke er de registrerede oplysninger, der er afgørende for aktionærernes retsstilling, men vedtægters indhold. Aktierne kan ikke udstedes gennem en værdipapircentral, før selskabet er registreret i Erhvervsstyrelsens IT-system. Før dette tidspunkt kan aktierne desfor ikke omsættes på grundlag af kapitalmarkedslovens regelsæt. Derimod kan kapitalforhøjelser registreres i værdipapircentralen, selv om forhøjelsen (endnu) ikke er registreret i registeret, dog med bemærkning herom, jf. § 61, stk. 3.

2. Det er ikke lige gyldigt, hvilken stykstørrelse der vælges. Navnlig i borsnoterede selskaber kan stykstørrelsen have betydning for aktiekursen. Store aktiestørrelser kan begrænse aktiernes likviditet. Det er blevet almindeligt at vælge små aktiestørrelser, f.eks. ned til 1 kr., og at gennemføre nedsettelse af aktiestørrelsen (aktiesplit) i eksisterende selskaber, jf. nærmere Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 276 f.

### 6.1.2. Kapitalandele med forskellig rettsstilling

Ved stiftelsen har selskabet frihed til at give kapitalandele forskellig rettslig og økonomisk kvalitet tilpasset efter selskabets karakter. Vedudgterne skal såvel fastlægge kapitalejernes stemmeret, hvorvidt andelene skal være *omsetningspapirer (negotiable)*, og hvorvidt der skal gælde *indskrænkninger i andelenes omsettelighed*, jf. SL § 28, nr. 4 (kapitalandelenes rettigheder). Med virkning fra 1. juli 2015 kan der kun udstedes navnekapitalandele, jf. SL § 43, stk. 2. Dette fremgår indirekte derved, at sidste punktum i den hidtidige § 43, stk. 2, om udstedelse af ihændehaveraktier er udgået. Hidtidige ihændehaveraktier kan dog bevares, hvorfør selskabsloven fortsat indeholder særlige stemmelser om ihændehaveraktier. Selskabsloven indeholder dog en teknisk incitamenter til, at selskaberne omdanner ihændehaveraktier til navneaktier, jf. nærmere i det følgende.<sup>3</sup> Det skal videre angives, såfremt nogle kapitalandele skal have særlige rettigheder, således at andelene opdeles i forskellige *kapitalklasser*, jf. § 45. Kapitalandelene behøver hverken med hensyn til stemmeret, omsettelighed, økonomisk stilling i selskabet eller i andre henseender at være stillet lige. Aktier, hvormed er forbundet økonomisk fortrinsstilling, har tidligere ofte været betegnet som *præferenceaktier*, i modsætning til *ordinære aktier* eller *stamaktier*. Hvis der (tillige) er andre forskelle i aktiernes karakter, bruges ofte den neutrale bogstavbetegnelse A-aktie, B-aktie osv. Den hyppigst forekommende opdeling er en opdeling på grundlag af stemmeretsdifferentiering, jf. straks nedenfor samt nedenfor i kap. 11.4.4.

Selskabsloven indeholder en betydelig frihed til at fastlægge kapitalandelenes karakter. Med selskabsloven blev denne frihed udvidet i forhold til tidligere. Såvel ved stiftelsen af selskabet som senere har karakteren tilpasses det konkrete selskabs forhold. I et lukket familieselskab er det sædvanligvis hensigtsmæssigt, at der skal gælde omsetningsbegrensninger. Omvendt skal borsnoterede aktier være frit omsettelige, jf. betingelsesbekendtgørelsens bilag 1. Borsnoterede aktier har indtil 2015 kunnet være ihændehaveraktier, men man kunne også velge navneaktier, hvis selskabet ønskede at kende aktionærkoden. Denne formål er stort set elimineret, jf. nedenfor i punkt 6.1.4.

En opdeling i klasser med stemmeretsdifferentiering kan benyttes til at fastlægge – eller fastholde – en given magistruktur. Selskabslovens § 46 udvider adgangen til stemmodifferentiering.<sup>4</sup> Medarbejderaktier udstedes typisk

3. Se oven de nye regler om ihændehaveraktier også Henning Hedegaard Thomsen og Tobias Bonde Frost i NTS 2015/4 p. 23 f.
4. Der har været fast en lavlig debat om fordele og ulemper ved A- og B-aktier, efter at forslaget til femte direktiv lagde op til at begrænse adgangen til at opdele aktierne i aktieklasser med forskellig stemmevegt. Tyskland foregribt direktivet, idet der blev

## 6.1. Kapitalanmøde er den fælles betegnelse for aktier og unpartier

B-aktier med reduceret stemmeret, og det har også været almindeligt, at noterede selskaber kun har noteret B-aktierne. Opdeling i aktieklasser med stemmedifferentiering ses også hyppigt i forbindelse med generationsstifter.

vedtaget regler, der efter en overgangsperiode afskaffede stemmeretsdifferenciering. Den norske allmentaksjelov § 5-4 er i et vist omfang tilpasser begrænsningerne i direktivet, idet stemmeretsbegrænsninger, som omfatter mere end halvdelen af den samlede aktiekapital, skal godkendes, jf. herved *Magnus Aarholtke m.fl., Aktieloven og allmenaksjeloven, 4. udg.*, 2017, p. 1075, og *Anne Cathrine Sandby, »Stemmeretsdifferensiering etter norsk rett»*, NTS 2003 p. 230 f., 237. Danmark har afvist at ændre i adgangen til stemmeretsdifferenciering, jf. således allerede i betenkningen om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene nr. 1229, 1992, p. 17 f., men der er dog også bevidsthed om ulemperne ved opdeling i A-B-aktier, se bl.a., *Jøn Schans Christensen, Ledelse og Aktionærer, 1992*, p. 11 f., jf. samme, *Kapitalselskaber, 5. udg.*, 2017, p. 181 f. Spørgsmålet om A-B-aktier blev aktualiseret i forbindelse med forhandlingerne om og vedtagelsen af takeoverdirektivet og breakthrough-reglen i direktivets art. 11. Danmark, Sverige og Finland kæmpede aktivt mod indførelsen af denne regel, der ville eliminere betydningen af stemmeretsdifferenciering i forbindelse med virksomhedsovertagelser. Resultatet blev en valgfri regel, jf. direktivets art. 12 og nedfor i kap. 16.7. Se om de nordiske standpunkter og breakthrough-reglen *Rolf Skog i NTS 2003:4* p. 466 f. Såvel *Rolf Skog* som *Jesper Lau Hansen*, NTS 2003:4 p. 452 f. argumenterer for adgangen til at benytte stemmeretsdifferenciering. Se tilsvarende *Ulf Bernitz i Ulf Bernitz (ed.), Modern Company Law for a European Company 2006* p. 157 f. Spørgsmålet er, om diskussionen – og markedsmekanismen – i sig selv vil føre til, at stemmedifferentiering går af brug. En klar tendens heriil ses således i hænholdsrettede selskaber. Debatoplægget om Aktivt Ejerskab fra 1999 indeholder p. 231 f. og 241 f. en discussion om fordele og ulemper ved aktieklasser. Debatoplægget konkluderer, at der ikke er stærke begrundelser for en regulering af adgangen til at have begrænsninger. *Nørby-udvalgets* anbefalinger for god selskabsledelse fra 2001 anbefaler derimod, at selskabets vedtægter ikke indeholder bestemmelser om stemmedifferentiering (eller ejerloft). I de reviderede Anbefalinger for god Selskabsledelse fra 2020 punkt 2.1.3 anbefales, at bestyrelsen løbende priser, om selskabet har en kapital- og aktiestruktur, som understøtter en strategi og langsigtet verdiskabelse, der både er i selskabets og aktionærernes interesse. Komitéen anbefaler, at selskabet undgår herfor i ledelsesberetningen. Kommentaren til anbefalingerne opregner alle elementer, der relaterer sig til selskabets kapitalstruktur. EU-Kommissionen har i en knække ført en kamp for at gennemføre principippet om *one share – one vote*. Denne kamp er nu opgivet. Moderniseringsbetænkningen nr. 1498:2008 p. 168 f. og 174 f. anbefær, at selskabslovgivningen bør afstå fra at legge hindringer i vejen for den investeringsbeslutning, som selskaberne og dets investorer ønsker at træffe. Lovgivningen bør således give størst mulig fleksibilitet. I overensstemmelse med denne grundholdning er adgangen til at foretage klasseinddeling udvidet, jf. ovenfor i teksten.

Selskabsloven indeholder bestemmelser, som fastlægger retlige og faktiske konsekvenser af valget af aktiestruktur, og som derfor også betinger dette. De væsentligste af disse bestemmelser omtales i det følgende.

Efter at kapitalandelens karakter er fastlagt i forbindelse med stiftelsen, kan den for de eksisterende andele alene ændres ved vedtægtsændring, jf. SL § 106, og i mange tilfælde endda kun ved enstemmighed eller yderligere kvalificeret majoritet, jf. § 107 og nærmere nedenfor i kap. 12. Ved kapitalforhøjelse kan nye kapitalandele med almindeligt vedtægtsmæssigt flertal gives en anden retsstilling end de gamle, medmindre der derved gøres indgreb i de gamle kapitalejeres rettigheder, jf. nedenfor i kap. 7.

#### 6.1.3. Kapitalejernes rettigheder i forhold til selskabet

Kapitalejernes rettigheder i forholdet til selskabet inddeltes sædvanligvis i *forvaltningsbefejelser* og *økonomiske rettigheder*, en inddeling, som også selskabsloven bygger på, jf. SL § 49.

*Forvaltningsbefejelserne* omfatter de rettigheder, som giver indflydelse på selskabets ledelse. Indflydelse i selskabet beror naturligvis først og fremmest på den stemmeret, kapitalejeren besidder. Udgangspunktet er, at alle kapitalejere har stemmeret, men dette udgangspunkt kan fraviges ved vedtaegtsbestemmelse, jf. SL § 46. Selskabsloven giver derudover kapitalejeren en lang række beføjelser, som er forudsætninger for eller supplerer den indflydelse, der opnås ved udøvelse af stemmeret. Disse beføjelser omfatter bl.a. hele generalforsamlingskapitlets regelsæt om afholdelse af generalforsamlinger med regler om ret til at give møde, taleret, ret til at få bestemte emner optaget på dagsordenen og ret til at få oplysning om selskabets forhold, jf. nærmere om disse forhold nedenfor i kap. 11. *Forvaltningsbefejelserne* omfatter også den række af minoritetsbeføjelser, som tilkommer et mindretal af kapitalejere, jf. bl.a. SL § 89 om indkaldelse af ekstraordinære generalforsamlinger, § 150 om granskning og § 364, stk. 3, om erstatningssøgsmål mod ledelsen.

De *økonomiske rettigheder* omfatter retten til udbytte og andre udbetalinger i forbindelse med kapitalnedsættelse eller likvidation samt retten til nye kapitalandele ved kapitalforhøjelse, herunder fondsandele og konvertible obligationer – fortegningsret, jf. SL § 162 og nedenfor i kapitel 7.2.5.

Den vigtigste konsekvens af sondringen mellem forvaltningsbefejelser og økonomiske rettigheder knytter sig til bestemmelserne i SL §§ 50 og følgende om farelse af ejerbogen. Alle selskaber skal føre en ejerbog. Ejerbogen skal hurtigst muligt efter selskabets etablering indeholde en fortegnelse over samtlige kapitalejere, jf. SL § 50, stk. 1. Ejerbogen kan føres ved, at selskaber registrerer de nødvendige oplysninger i Erhvervsstyrelsens IT-system, dvs. i *Det Offentlige Ejerregister*, jf. SL § 58. Vedtægterne kan også bestemme, at en af

## 6.1. Kapitalandele er den fulles betegnelse for aktier og andakter

selskabet valgt ejerbøgsfører (f.eks. en værdipapircentral eller en bank) fører ejerbogen. I større selskaber er sådanne bestemmelser almindelige. Hvis SL § 49 kan erhververen af en navnekapitalandel ikke udfører sine almingsbeføjelser, medmindre erhververen er noteret i ejerbogen eller har overholdt og dokumenteret sin erhvervelse. Den sidste passus betyder f.eks., at selskabet ikke ved at undlade at indføre erhvervelsen i ejerbogen kan udelukke erhververen fra at udøve stemmeret, jf. herved U 2012.1823 H. Formuleringen skal formentlig læses således, at notering i ejerbogen og anmeldelse og dokumentation af erhvervelsen generelt er alternativer.<sup>5</sup> Udførelse af de økonomske beføjelser er derimod ikke betinget af notering, jf. § 49, stk. 1, 2.

Efter bestemmelserne i SL § 49, stk. 2, kan erhververe af ihændehaveraktier ikke udøve de rettigheder, som tilkommer en kapitalejer, medmindre erhververen er noteret i Erhvervsstyrelsens IT-system, jf. §§ 57 a eller 58, eller har givet meddelelse om sin besiddelse i henhold til § 55. Efter bestemmelserne i § 49, stk. 3, har det centrale ledelsesorgan ansvaret for at kontrollere, om en erhverver opfylder betingelserne i § 49, stk. 1 og 2. Det erindres herved, at det fra 1. juli 2015 ikke mere er muligt at udstede ihændehaveraktier.

Reglerne om ihændehaveraktier er mere vidtgående end reglerne om navnekapitalandele. Efter § 49, stk. 2, mistes såvel forvaltningsmessige som økonomske beføjelser. For så vidt angår de økonomske beføjelser står der kun i bestemmelserne, at de ikke kan »udøves«. Det fremgår dog af forarbejdene, at manglende registrering ikke vil medføre fortabelse af udbytte, men derimod at selskaber er forpligtet til at deponere udbyttet efter de almindelige bestemmelser i deponeringloven.

Hvis SL § 53, stk. 1, skal kapitalejeren eller panthaveren underrette selskabet om ejerskifte eller pantsætning, således at ejerskiften eller pantsætningen kan indføres i ejerbogen. Meddelelsen til selskabet er en sikringspligt efter bestemmelserne i SL § 65, jf. om denne bestemmelse nedenfor i punkt 6.1.5.<sup>6</sup> I forbindelse med overdragelse af kapitalandele er der dog ingen pligt for kapitalejere eller panthavere til at lade sig notere i ejerbogen, jf. SL § 53, stk. 1. Personer, der ikke ønsker at træde frem for selskabet som ejere, kan

5. H. således også Gemmert/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 276. I praksis er der dog ringe forskel på, om en kapitalejer på det tidspunkt, hvor vedkommende vil udnytte sine forvaltningsbeføjelser, begærer notering i ejerbogen eller blot dokumenterer sin erhvervelse.

6. H. herved nærmere Henrik Kure i NTS 2010:3-4, p. 108 f.

undlade dette, indtil anmeldelsespligt træder efter SL § 55 og kapitalmarkedslovens § 38, jf. herom nedenfor i punkt 6.1.4. I medfør af SL § 84 kan vedtagte i hørsnoterede selskaber dog yderligere bestemme – både for navneaktier og ihændehaverakter – at en aktionær ikke skal kunne udøve stemmeret på generalforsamlinger, uden at aktionærer har anmeldt sin deltagelse senest tre dage før generalforsamlingens aftaledato. Denne regel – og de øvrige regler i § 84 – kan også indføres i anpartsselskaber, jf. § 84, stk. 3. Tidligere indeholdt Al. § 67, stk. 2, en særlig kupregel om suspension af stemmeretten i forbindelse med overdragelse af aktier. Denne regel er erstattet af bestemmelserne i SL § 84 om anvendelse af en fast registreringsdato for opgørelsen af aktiebesiddelser og dermed for, hvem der kan stemme, jf. nærmere herom nedenfor. Registreringsdagen ligger fast, nemlig en uge før generalforsamlingens aftaledato. Været mod kup er således afskortet tidsmæssigt. Af mindre betydning i denne henseende er bestemmelserne om pligt til at anmeldе deltagelse i en generalforsamling inden en frist på højst tre dage. Denne bestemmelse har mere praktisk karakter med hensyn til generalforsamlingens tilrettelæggelse.

Udøvelse af de økonomiske beføjelser knyttet til navnekapitalandele er som nævnt ikke betinget af notering i ejerbogen. I de selskaber, hvis kapitalandele er noteret i en værdipapircentral, sker alle betalinger fra selskabet gennem værdipapircentralsystemet, dvs. gennem et kontoførende institut.<sup>7</sup> Kapitalejernes legitimation til at modtage betalinger er knyttet til registreringen. Værdipapircentralen frigøres ved betaling i god tro til den, der er registreret som aktionær, jf. kapitalmarkedslovens § 186.

Andre selskaber kan velge at knytte udbetaling af udbytte og udøvelse af øvrige økonomiske rettigheder sammen med udlevering af særlige kuponer (deraf det gamle udtryk »at klippe kuponer«). Selskabet kan også velge at knytte udøvelsen sammen med notering i ejerbogen gennem vedtagtsbestemmelser herom. Dette er praktisk, når et pengeinstitut er valgt som ejerbogsafater. Ved samtidig at lade ejerbeviserne omfatte flere kapitalandele, jf. SL § 59, kan et tillempt certifikatsystem etableres. Selskabet sparer udstedeelse af (de fleste) ejerbeviser, udbyttekuponer m.v., og administrationen af kapitalejernes rettigheder kan foregå maskinelt på grundlag af ejerbogens udvisende. For ihændehaverandele vedkomment kan en certifikatordning etableres ved i vedtagte i at optage en bestemmelse om depoteret af ejerbeviset mod udstodelse af bevis for, at notering er sket på denne måde. Depone-

7. Se herved bekendtgørelse nr. 1173 af 31. oktober 2017 om registrering af fondsaktiver i en værdipapircentral (CSD), jf. kapitalmarkedslovens kapitel 35, §§ 190 og følgende.

## 6.1. Kapitalandele er den fælles betegnelse for aktier og unpartier

reg kan ske i det ejerbogsstyrende pengeinstitut mod udstodelse af bevis her-  
for, og således at pengeinstituttet sørger for den økonomiske administration.  
Hvis selskabets veduegter ikke særlige regler om udbetaling af udbytte  
giver må det antages, at selskabet fritages ved i god tro at udbetale til den, der  
er noteret i ejerbogen.

### 6.1.4. Offentlighed om ejerforholdene – ejerregister, meddelelse om betydelige kapitalposter og oplysninger om reelle ejere m.v.

I yderst tid henregnedes aktieselskaberne ofte til de såkaldte *anonyme selskaber*, jf. således endnu den franske betegnelse for aktieselskabet, S.A. »Société Anonyme«. Denne terminologi var først og fremmest udtryk for, at der var tale om et uansvurligt selskab, men i en videre forstand også at ejerkred-  
sen bag selskabet var noget underordnet og offentligheden uvedkommende.  
Kapitalindskuddene var det afgørende. Indtil 1973-loven har dette synspunkt  
også været afgørende i dansk aktieselskabsret.<sup>8</sup> Ejerenonymiteten var knyttet  
sammen med opdelingen i navneaktier og ihænderhaveraktier samt det for-  
hold, at aktiekoden var en intern fortægnelse, som kun selskabets bestyrelse  
havde adgang til. Heri er sket afgørende ændringer. Den herskende opfattelse  
er nu, at offentligheden og selskabets øvrige interessergrupper har legitime  
krav på at vide mere om ejerkredsens sammensætning end tidligere.

Reglerne i selskabsloven kræver i en række bestemmelser udvidet adgang  
til oplysninger om ejerkredsen. Bestemmelserne er flerstrenge: Overordnet  
har både selskabene og offentligheden (i børsnoterede selskaber *markeder*)  
gode muligheder for at kende ejerkredsen. Afskaffelsen af ihænderhaverak-  
tier og forelsen af ejerbogen, jf. SL § 50, indebærer, at selskabet, men ikke  
aktionærerne kender aktionærerne, jf. SL § 51 og nedenfor.

SL §§ 55 og følgende giver offentligheden adgang til oplysninger om be-  
styrkelse af betydelige kapitalposter (over 5. pct. mv.). Disse oplysninger står  
i hoved der benævnes *Det Offentlige Ejerregister*, jf. SL § 58. Parallelle regler  
om domaktionærer i børsnoterede selskaber findes i kapitalmarkedslovens  
§ 38 om *flugning af aktier*.

Væsentlige – og omfattende – regler om reelle ejere, jf. definitionen heraf  
i SL § 5, nr. 25, blev i 2016 implementeret i SL §§ 58 a-c i forbindelse med  
grundlovsforelslen af det 4. hvidvaskdirektiv. Reglerne har således navnlig det  
sige at modvirke økonomisk kriminalitet, men oplysningerne om reelle ejere  
er i øvrigt offentlig tilgængelige, idet de registreres i Erhvervsstyrelsens it-

<sup>8</sup> If. således endnu *Gomard, Aktieselskabsret*, 1970, p. 48 om deltagernes anonymitet  
som motiv ved valg af selskabsform.

system, jf. SL § 58 a, stk. 9, og bekendtgørelse nr. 488 af 18. maj 2017 om registrering og offentliggørelse af oplysninger om ejere i Erhvervsstyrelsen som ændret ved bekendtgørelse nr. 1378 af 10. december 2019. Bestemmelser om reelle ejere finder ikke anvendelse på børsmøterede selskaber, jf. SL § 58 a, stk. 8, og nærmere nedenfor. Derimod gælder bestemmelserne både aktie- og anpartsselskaber.

2. Efter SL § 52 skal ejerbogen i alle selskaber, hvor der er udstedt navnekapitalandele og ikke er udstedt ejerbeviser – eller hvis aktier ikke uddeles gennem en værdipapircentral – indeholde oplysning om navn og bopæl, CVR-nr. og hjemsted for alle kapitalejere samt om datoen for erhvervelse eller pantsætning samt startdelen af deres kapitalandele. Er der tale om en udenlandsk ejer eller porthusver, skal der vedlægges dokumentation, der sikrer en entydig identifikation af den pågældende. Dette gælder dog kun den fysiske kapitalejer, jf. SL § 53, stk. 1. Hvis der er udstedt ejerbeviser, kan kapitalejeren bevare anonymiteten, så længe han ikke vil benytte sine forvaltningsbeføjelser, jf. SL § 52, stk. 3, sammenholdt med SL § 49, stk. 1.

I ejerbogen skal som nævnt alle kapitalandele indføres. For ihåndhaveraktier skal alene anføres aktiernes lobenummer, jf. SL § 54. For navneandelens vedkommende anføres kapitalejernes navne. Skifter en aktie ejer, skal på begæring den nye aktionærers navn noteres. Også pantsætninger kan indføres i ejerbogen. Notering i ejerbogen er en ret, ikke en pligt. Vedtagte kan dog indeholde bestemmelser, der er til hinder for notering af overdragelsen, eksempelvis indskrænkninger i omsetteligheden, jf. § 53, stk. 3, og forudsætteligtvis U 2012 1823 H. Senere erhververe behøver som nævnt ikke at lade sig notere i ejerbogen, før vedkommende ønsker at udøve sine forvaltningsbeføjelser, jf. foran under 1.3. Omvendt kan også indehaveren af en ihåndhaveraktie noteres i ejerbogen. Dette kan han bl.a. være interesseret i for at få tilhørt senkert indkaldelse med dertil hørende oplysninger til selskabets generalforsamling, jf. SL § 95, stk. 3.<sup>3</sup> Notering kan ske i forbindelse med, at ihåndhaveraktier gøres til en navneaktie, ved at aktien af selskabet eller af aktionæren selv forsynes med påtegning om aktionærens navn. Der kan også ske en notering på »hemmeligt navn«, således at aktiekøberen alene får en påtegning om, at ejerens navn er noteret i ejerbogen. Aktien vedbliver i så fald med at være en ihåndhaveraktie.

9. Kan selskabets aktier lyde på ihåndhaveren, skal indkaldelsen efter bestemmelserne i Erhvervsstyrelsens IT-system, jf. SL § 95, stk. 3. I børsmøterede selskaber skal der også ske indkaldelse på selskabets hjemmeside, jf. SL § 95, stk. 4.

## 6.1. Kapitalomstale er den fælles betegnelse for aktier og anparte

Ejerbogen er naturligvis tilgængelig for selskabets bestyrelse. SL § 51 gør den derudover tilgængelig for offentlige myndigheder samt i selskaber, hvor arbejdsgærne ikke har valgt bestyrelsесmedlemmer i henhold til SL § 149, hvor medarbejderne ikke har været repræsentant for medarbejderne. Lignende gælder i en koncern, hvor medarbejderne ikke har været koncerrepræsentation. Dette skal forstås således, at medarbejderne alene har indsigt i ejerbogen, hvor selskabet opfølger betingelserne for medarbejderrepræsentation, men hvor medarbejderne ikke har vælt medarbejderrepræsentanter. Det fremgår af SL § 51, stk. 2, at dette fortsat gælder vedrørende den almindelige repræsentation. I koncerne dog kun for medarbejderne i de danske koncernselskaber, jf. om koncerrepræsentation nedenfor i kap. 10.

Selskabets aktionærer har derimod ikke indsigt i ejerbogen efter § 51.<sup>10</sup> I praksis medfører dette navnlig, at minoritsaktionærer ikke kan gøre sig bekendt med aktionærkredsens sammensætning. Dette kan mindske aktionærernes muligheder for at varetage deres rettigheder efter minoritetsreglerne eller til at forsvar sig i tilfælde af forsøg på overtagelse af selskabet. Betydningen af denne begrænsning er dog mindsket efter indførelsen af den særlige forregnske over indchavere af betydelige kapitalposter, jf. SL §§ 55 og følgende samt flagningstreglerne i kapitalmarkedslovens § 38. Om disse bestemmelser nærmere nedenfor. Et skridt hen imod mere åbenhed blev taget med § 51, stk. 4, hvorefter det i vedtægterne kan bestemmes, at ejerbogen skal være tilgængelig for kapitalejerne. Bestemmelsen indeholder ikke et krav, men sender alligevel et signal. Dette signal kunne bl.a. opfanges af Komitéen for god Selskabsledelse i forbindelse med den løbende revision af Anbefalinger for god

10. M. 1969-betænkningen p. 77 f. Betænkningen foreslog, at aktiebogen skulle være tilgængelig for enhver. En sådan ordning gælder både i Norge, jf. aksjelovens §§ 4-6, og i Sverige efter ABL (2005) 5 kap., 10 og 19 §. Debatoplægget om Aktivt Ejerskab, 1999, angiver som en af sine hovedkonklusioner, at aktivt ejerskab kan styrkes ved bedre informationer til investorerne om ejerforhold. Debatoplægget stiller dog ikke konkrete forslag. Danmark har i forhold til mange lande været tilbageholdende med at løgne for indsigt i aktionærkredsens. Der er dog ikke (endnu) fremsat lovforslag om et offentligt aktionærregister. Selskabsloven nøjedes med at opretthalde reglen i AL § 26, stk. 3, der er videreført som SL § 51 om ejerbogen, jf. ovenfor i teksten. Se her til Moderniseringaudvalgets overvejelser i betænkningen, p. 200 f. Et mindretal i udvalget gik ind for en videregående offentlighed i offentligt handlede selskaber. Derimod blev der i 2002 gennemført regler om offentliggørelse af ledende medarbejderes aktiebesiddelser i borsnoterede selskaber. De pågældende medarbejdere skal meddele deres aktiebesiddelser til selskabet, og besiddelserne skal indberettes til Fondsbørsen, jf. nærmere nedenfor i kap. 9.3.4.2. Et yderligere skridt mod offentlighed om ejerforholdene blev taget med indførelsen af et register over reelle ejere i 2016, jf. ovenfor i teksten.

Selskabsledelse.<sup>11</sup> De reviderede anbefalinger fra 2020 nejser dog med en generel anbefaling om åbenhed, transparens og dialog med aktionærerne, jf. anbefalingernes punkt 1.

At aktier udstedes gennem en værdipapircentral, medfører ingen ændring i aktionærernes muligheder for at bevare anonymitet – i hvert fald i forhold til selskabet. Anonymiteten i forbindelse med registreringen i værdipapircentralen kan opretholdes gennem anvendelse af *nominéee-ordningen*, dvs. registrering af en aktie på en anden persons navn end den reelle ejer. Dette gælder dog ikke for besiddelse af betydelige kapitalposter, jf. SL § 55 og følgende og vedrørende storaktionærer, jf. kapitalmarkedslovens § 38. Se om disse regler straks nedenfor.<sup>12</sup>

I anpartsselskaber skal ejerbogen være tilgængelig for enhver anpartshaver, jf. SL § 51, stk. 6, men anpartsselskaberne omfattes også af reglerne om reelle ejere, jf. nedenfor i punkt 7.

3. Det er af væsentlig interesse for alle selskabets interessergrupper at have en aktuel viden om ejerforholdene i selskabet, i hvert fald for så vidt der er tale om kapitalejere eller grupperinger af kapitalejere, der vil kunne øve væsentlig indflydelse på selskabets beslutninger. Den første almindelige bestemmelse om offentlighed om ejerforholdene i aktie- og anpartsselskaber blev gennemført i forbindelse med lovrévisionen i 1980 som AL § 28 a (Apl § 17 a).

Bestemmelsen i § 28 a knævde ikke offentlighed om alle ejere, men kun om de store aktionærer, som kan formodes at være aktive i selskabets beslutningsprocess, og som har så stor en aktiepost, at deres indflydelse vil være af betydning. § 28 a satte grænsen ved 10 pct. af aktiekapitalens stemmehæftigheder.

Gennemførelse af det såkaldte storaktionærdirektiv i 1992 følger den angivne tankegang, men direktivet knævede en noget mere detaljeret regulering

11. Jf. herved Paul Krøger Andersen, Mette Neville og Kristian Engvig Sørensen i NTS 2003:2 p. 155 f., 164 f.
12. En nominéee er udstillt legitimat som ejer, men er kun berettiget til at optræde indadtil i overensstemmelse med sin aftale med den reelle ejer. En nominéee kan stemme på selskabets generalforsamling. Han er ikke fuldmægtig efter selskabslovens § 80, idet han optræder i egen navn. If. om nominéee-ordningen Betænkning nr. 1230/1992 Beletrerede selskaber p. 87 f., jf. også Moderniseringbetænkningen p. 198 f. og 209 f. Betænkningen oplyser, at anvendelse af nominéee-ordningen er udbredt og bl.a. anvendes af udenlandske depotbanker til opbevaring af disse kunders besiddelser af danske aktier. Se om nominéee-ordningen i relation til de nye regler om registrering af reelle ejere ovenfor i teksten punkt 7. Da ejer af anpart ikke skal være registreret i ejerbogen, kan nominéee-ordningen ikke anvendes i disse selskaber.

## 6.1. Kapitalandele er den felles betegnelse for aktier og anpartser

end den tidligere gældende. § 28 a blev til §§ 28 a-c. Grænsen for, hvornår der foreligger oplysningspligt, blev nedsat mere, end direktivet krævede (til 5 % mod direktivets krav på 10 %).

Med gennemførelsen af værdipapirhandelsloven blev reglen i § 28 c – om de borsnoterede selskaber – flyttet til Vphl. § 29, nu kapitalmarkedslovens § 38.<sup>13</sup>

Selskabsloven viderefører reglerne om storaktionærer i §§ 55-57 under overskriften »Meddelelse om betydelige kapitalposter.« Reglerne viderefører med enkelte ændringer aktieselskabslovens regler men udvider – i overensstemmelse med lovens overordnede sigte – anvendelsesområdet, således at reglerne også gælder i anpartsselskaber.

Det påhviler enhver, der besidder kapitalandele i et kapitalselskab, at give meddelelse til selskabet, når kapitalandelenes stemmeret udgør mindst 5 pct. af kapitalens stemmerettigheder, eller kapitalandelen udgør mindst 5 pct. af kapitalen, jf. § 55, stk. 1, nr. 1. Efter nr. 2 skal der endvidere gives meddelelse ved ændringer, der bevirker, at grænser med 5 pct. mellemrum mellem 10 og 100 pct. nås eller ikke længere er nået. Der skal endvidere gives meddelelse ved grænserne 1/3 og 2/3 af kapitalens stemmerettigheder eller af selskabskapitalen. De sidstnævnte grænser refererer til muligheden for at hindre væsentlige ændringer i selskabet (*blokerende minoritet*), henholdsvis gennemføre sådanne ved vedtægtsændringer.

Oplysninger om »betydelige kapitalposter« skal gives senest 2 uger efter grænserne i § 55, stk. 1, er nået eller ikke længere er nået, jf. SL § 56, stk. 1. Selskabet skal registrere ændringerne af oplysningerne efter § 55, stk. 1, hurtigst muligt, jf. SL § 58, stk. 2. Ved en lovændring i 2016 blev som ny § 58, stk. 1, tilføjet en pligt til i forbindelse med etableringen af kapitalselskabet at registrere kapitalejere, der besidder betydelige kapitalandele – eller at der ikke er nogen kapitalejere, der besidder sådanne andele.

Både ved § 55 og ved en række andre bestemmelser i selskabsloven er der en åbenbar omgåelsesrisiko derved, at kapitalbesiddelse kan opsplittes mellem flere selskaber eller personer, der er indbyrdes forbundne. § 55, stk. 2, nr. 1, imødegår denne risiko, idet den foreskriver meddelesespligt, hvis en fysisk eller juridisk person og en virksomhed, som denne kontrollerer (på den måde som koncerndefinitionen § 7 angiver), tilsammen besidder den krævede kapi-

13. Overflytningen skyldes et ønske om at samle de borsretlige regler om oplysningspligt og om tilsyn herved i samme lov. De detaljerede regler om opgivelse af betydelige andele i borsnoterede selskaber, om meddelelse og offentliggørelse findes i kapitalmarkedslovens §§ 38 og følgende og i storaktionærbekendtgørelsen, bkg. nr. 1172 af 31. oktober 2017, jf. ovenfor i teksten.

talandel. En tilsvarende, men lidt mere specifiseret regel findes i stortakningsbekendtgørelsens § 2.

§ 55, stk. 2, nr. 2, afskærer et tidligere lidt tvivlsomt spørgsmål, nemlig hvorvidt pantehaver eller pantsætter skal regne kapitalandelene med i sin besiddelse i relation til meddelelsespligten. Reglen er den, at pantsætteren skal regne kapitalandelene med, medmindre pantehaveren råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udvare den. De almindeligt forekommende bestemmelser i pengeinstitutters dokumenter om, at pantretten ved aktier også omfatter stemmeretten, overfører således ikke uden videre meddelellespligt til pengeinstituttet.

I forhold til indholdet af ejerbogen er det en afgørende udvidelse af offentlighedskravet, at anmeldelsespligt både omfatter indchavere af navnekapitalandele og eventuelle ihændehaveraktier.

Anmeldelsespligt efter § 55 påhviler de pågældende kapitalejere og pantehavere. De må selv undersøge, om de opfylder lovens kriterier. Selskabet har hverken ret eller pligt til at tage stilling til, om kapitalejerne opfylder deres anmeldelsespligt. Se dog nedenfor vedrørende reglerne om reelle ejere.

Vurderingen kan underiden være vanskelig, hvis der f.eks. er stemmeret-begrænsning (stammeloft). Antallet af stemmer, der kan afgives, vil i så fald afhænge af kapitalandelenes fordeling. Det stemmer formentlig bedst med reglernes sigte, at der bortses fra eventuelle bestemmelser om stammeloft.<sup>14</sup> Der har også været rejst spørgsmål, om en post egne aktier skal medregnes eller ikke skal medregnes efter den almindelige regel i SL § 85. Industriministeren har tidligere som sin opfamlelse udtalt, at egne aktier i denne relation skal medregnes. I samme udtalelse tilkendegives også, at selskabets beholdning af egne aktier skal fremgå af fortegnelsen. Bemærkningerne til SL § 55 bemærker kort, at udtrykket *enhver* også omfatter selskaber, der besidder egne aktier.<sup>15</sup>

Meddelelse efter SL § 55 skal som nævnt ske inden 2 uger efter, at grænserne er nået eller ikke længere er nået, jf. § 56, stk. 1. Meddelelsen skal indeholde oplysninger, som identificerer kapitalejerne, tillige med oplysninger om kapitalandelene, jf. nærmere § 56, stk. 2 og 3, samt Erhvervstyrelsens bkg. nr. 488 af 18. maj 2017. Selskabet skal indføre oplysningerne i ejerbogen samt registrere oplysningerne i Erhvervstyrelsens IT-system.

14. Jf. også Lars Bunch og Søren Gørissen Witz, *Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 304, men vist nok anderledes Jon Schou Gørissen, *Kommentar*, p. 224, og samme, *Kapital-selskaber*, 5. udg., 2017, p. 225.

15. Bemærkingerne til L 170/2006-07 p. 171.

#### *6.1. Kapitalændelse er den fælles betegnelse for aktier og aanspørre*

*Jf. SL § 58, stk. 3. Oplysningerne bliver derved tilgængelige for enhver i Erhvervstyrelsens IT-system.*

Det er klart, at der knytter sig særlig interesse til ejerforholdene i de borsnoterede selskaber. Kapitalmarkedsloven indeholder højumejl til, at Finanstilsynet kan fastsatte særlige regler om besiddelse og meddelelse af besiddelse af 5 pct. aktier i borsnoterede selskaber, jf. kapitalmarkedslovens § 38. De nærmere regler er fastsat ved den i note 13 nævnte storaktionærbekendtgørelse. Bekendtgørelsen indeholder regler, der kræver, at meddelelse gives til selskabet, som hurtigst muligt skal offentliggøre meddelelsen. Bussen skal straks offentliggøre de modtagne meddelelser på linje med andre væsentlige oplysninger vedrørende selskabet, jf. berved fremstillingen nedenfor i kap. 9.3.4.2. Hovedindholdet af reglen er som nævnt identisk med SL § 55. Bekendtgørelsens § 4 indeholder en nærmere angivelse af, hvorefter de »betydelige andele« opgøres. Oprægningen medtager flere forhold, som ikke nævnes i SL § 55. I forhold til et borsnoteret selskab kan en storaktionær ikke skjule sig bag en nomine. Meddelelsen til selskabet skal angive aktionærens rigtige identitet, jf. bekendtgørelsens § 15.<sup>16</sup>

En udvidet oplysningspligt vedrørende 5 pct.-besiddelser følger af reglen i finanslovens § 104. Denne oplysningspligt er efter ordlyden ikke knyttet til, at selskabet modtager meddelelse om besiddelsen. Oplysningspligten påvirker selskabet.

4. I relation til de borsnoterede selskaber må også nævnes den særlige regel i kapitalmarkedslovens § 31, hvorefier et borsnoteret selskab har pligt til at offentliggøre en meddelelse om besiddelser af egne aktier, der udgør 5 % eller mere af aktiekapitalen, jf. om denne regel også nedenfor i kap. 8.

5. Ledende medarbejdere i selskaber, der udsteder aktier optaget til handel på et regulert marked, skal som allerede nævnt oplyse deres besiddelser af aktier i selskabet, jf. markedsmissbrugsforordningens artikel 19. Disse regler om ledende medarbejdernes aktiebesiddelser omtales nedenfor i kap. 9.3.4.2.

6. Især anvendelse af ihændehaveraktier begrænser mulighederne for at identificere aktionærerne. Med henblik på at modvirke skatteunddragelse blev der i 2012 indført en ny § 57 a i selskabsloven. Ifølge denne bestemmelse skal der ske en obligatorisk registrering af mindre besiddelser – under 5 % af kapi-

16. Jf. berved *Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Bestreben*, 6. udg., 2019, p. 457 f.

talen eller stemmerettighederne – af ihændehaverækter. Erhververen af sådanne andele skal registreres i Erhvervsstyrelsens IT-system. En væsentlig undtagelse er, at anmeldelsespligten ikke omfatter selskaber, hvis aktier handles på et reguleret marked. De anmeldte oplysninger bliver imidlertid ikke offentlig tilgængelige, men kan kun videregives til offentlige myndigheder til varetageelse af myndighedernes tilsyns- og kontrolopgaver. Hverken selskabet, aktionærerne eller offentligheden har adgang til de pågældende oplysninger. Efter 2015 har det som omtalt foran ikke været muligt at udstede ihændehaverækter. I et selskabsretligt perspektiv har reglen således kun ringe betydning.

**7. Register over reelle ejere.** Som et led i bekæmpelse af hvidvask og gennemførelsen af det 4. hvidvaskdirektiv<sup>17</sup> vedtog Folketinget lov nr. 262 af 16. marts 2016, om etablering af et register for virksomheders reelle ejere. Loven medførte, at selskaber – heriblandt aktie- og anpartsselskaber – nu har pligt til at indhente og opbevare oplysninger om deres reelle ejere samt til at registrere disse oplysninger i Erhvervsstyrelsens register. Reelle ejere er de fysiske personer, der i sidste instans ejer en tilstrækkelig del af ejerandelene eller stemmerettighederne – indikativt mere end 25 % – eller i sidste ende kontrollerer virksomheden ved hjælp af andre, jf. definitionen i SL § 5, nr. 25, sammenholdt med hvidvasklovens § 2, nr. 9.

Selskabsloven blev senere ændret i 2019 som følge af 5. hvidvaskningsdirektiv. Selskabslovens bestemmelser om reelle ejere står i SL § 58 a-c for så vidt angår ikke-børsnoterede selskaber.

Registrerings- og oplysningspligten beskrives i SL § 58 a. Ifølge bestemmelserne har selskabet som nævnt pligt til at indhente oplysninger om selskabets reelle ejere, herunder oplysninger om de reelle ejeres rettigheder, jf. stik 1. Enhver, der direkte eller indirekte ejer eller kontrollerer selskabet, skal efter selskabets anmodning forsyne selskabet med de nødvendige oplysninger, jf. SL § 58 a, stik. 2. Kapitalejerne har således ikke en handlepligt, men en pligt til at medvirke til at gøre det muligt for selskabet at frembringe de for-

17. Jf. direktiv (EU) 2015/849 af 20. maj 2015 som ændret ved direktiv (EU) 2018/843 (det 5. hvidvaskdirektiv). Se nærmere om implementeringen af direktiverne i dansk ret eksempelvis Hans Fogdøl, Peter Schradieck og Peter Bank, Hvidvaskloven, 2020. Begrebet *real ejer* må ikke forveksles med begrebet *legal ejer*, der er en bredere betegnelse for fysiske og juridiske personer, der ejer kapitalandele og er registreret i selskabets ejerbog.

medde oplysninger om selskabets reelle ejere.<sup>18</sup> Selskabet skal registrere oplysningerne om selskabets reelle ejere i Erhvervstyrelsens IT-system og foretage årlige undersøgelser af, hvorvidt der er ændringer hertil, jf. SL § 58 a, stk. 3 og stk. 4. Dokumentation for de indhentede oplysninger skal opbevares i minimum 5 år efter det reelle ejerskabs ophør, jf. stk. 5. Er det ikke muligt for selskabet at identificere de reelle ejere i lovens forstand, dvs. ejere, der udover kontrol over selskabet jf. definitionen i SL § 5, nr. 25, skal de registrerede medlemmer af selskabets direktion optages som reelle ejere i Erhvervstyrelsens IT-system.

Oplysningerne om de reelle ejere kan efter anmodning videregives til Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet samt til andre offentlige myndigheder, jf. § 58 a, stk. 6. Kapitalselskaber skal også forsyne virksomheder (banker m.v.), der skal udføre kundekendskabsprocedurer efter hvidvaskloven, med oplysninger om selskabets ejersforhold, jf. § 58 c. Hvis selskabet intet har registreret i henhold til SL § 58 a, kan selskabet tvangsopløses, jf. SL § 226.

De nye regler i SL §§ 58 a-c trådte i kraft d. 10. januar 2020.

Registreringspligten vedrørende reelle ejere efter SL §§ 58 a-c gælder ikke for børnsnoterede selskaber, jf. SL § 58 a, stk. 8. Reglement om storaktionærer i kapitalmarkedslovens § 38 og den tilknyttede storaktionærbestemmelse sikrer allerede en vis gennemsigtighed mht. ejerkredsen.

Et hovedsigte med ændringer af aktionærrettighedsdirektivet i 2019 var at sikre bedre identifikation af aktionærer i selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked. Efter en ny bestemmelse i SL § 49 a har disse aktieselskaber ret – men ikke pligt – til at anmode formidlere<sup>19</sup> om oplysninger, der gør det muligt at fastslå identifikation af selskabers aktionærer. Formålet med denne regel er både at forbedre muligheden for at udøve aktivt ejerskab og at forbedre muligheden for at afdække økonomisk kriminalitet. Hidtil har det som nævnt kun været muligt for selskabet at identificere aktionærer, der er noteret i selskabets ejerbog eller omfattet af storaktionærreglene. Hvis aktionären har benyttet en nomine-ordning, vil selskabet kun kende navnet på den relevante nomine, men ikke den egentlige aktionær. Dette

18. Se nærmere om reelle ejere i Erhvervstyrelsens Vejledning om Indberetning af reelle ejere, senest opdateret 7. februar 2020.
19. Formidlere defineres om investeringsselskaber, kreditinstitutter eller værdipapircentraler (CDS), som leverer tjenesteydelser relateret til opbevaring eller forvaltning af aktier eller fører værdipapirkonti på vegne af aktionærer eller andre personer, jf. definitionen i aktionærrettighedsdirektivets artikel 2, litra d), og kapitalmarkedslovens § 3, nr. 35.

ændrer reglen i § 49 a således, at selskabet kan anmode om fuldstændige oplysninger om aktionærens identitet, jf. § 49 a, stk. 2.

#### 6.1.5. Aktier og anparte som værdipapirer

Aktier og anparte kan – evt. med begrænsninger, jf. nedenfor punkt 6.1.6 – overdrages,<sup>20 21</sup> være genstand for kreditorforfolgning samt gå i arv. Der opstår dermed de sædvanlige formueretlige problemstillinger om fortæbelse af rettigheder og indsigelser, om indehaverens legitimation over for selskabet og om betingelserne for erhververens omsætningsbeskyttelse, dvs. beskyttelse mod overdragerens kreditorer og aftale erhververe.

Både aktier og anparte kan udstedes som omsætningspapirer, for hvilke der kan – men ikke behøver si – udstedes ejerbeviser, jf. SL § 60 og foran. SL §§ 65 og 66 indeholder de tingsretlige regler om overdragelse af kapitalandele. Bestemmelserne sondrer efter, om der er udstedt ejerbeviser (eller om kapitalbeviserne er udstedt gennem en værdipapircentral) eller ej.

Aktier omfattes af værdipapirbegrebet i kapitalmarkedsloven. Hvis de udstedes i papirløs form – dematerialiseret – omfattes de af kapitalmarkedslovens definition af et fondsmkrt, jf. lovens § 3, nr. 34. Udstedes de som ejerbeviser, bliver der tale om at anvende geldsbrevslovens regler direkte eller analogt, jf. nedenfor.

Spørgsmålet om kapitalejernes legitimation over for selskabet er behandlet ovenfor under 6.1.3. Her behandles de øvrige forhold. Som nævnt må der sondres efter, om andelene er undergivet reglerne i kapitalmarkedsloven eller ej. Den sidstnævnte situation omtales først:

20. Køb af aktier er omfattet af de sæmældige regler i købeloven. Købelovens § 19 indeholder en sænget, hvorefter køb af aktier omfatter udbytte, der ikke var forfalden på den tid, da købet afsluttedes, ligesom en tegningsret tilfælder køberen, jf. om denne bestemmelse eksempelvis Lars Hedegaard Kristensen, Anne-Dorte Bruun Nielsen og Torsten Iversen, Lærebog i dansk og international køberet, 4. udg., 2011, p. 60. Se også U 1998.1520 H om et pengeinstituts salg af aktier i et engelsk selskab. Salgeren havde begået formelle fejl i forbindelse med salget. Køberens opfævelse af handelen findtes uberettiget.
21. Undertiden handles aktier ikke direkte, men på grundlag af et aktiecertifikat, som udstedes som bevis for besiddelse af et vist antal aktier. Udenlandske selskaber kan således vælge at notere American Depository Receipts (ADR) i stedet for selskabets ordinære aktier. Mange ikke-amerikanske selskabers aktier handles på en amerikansk bors gennem ADR'er. ADR'er udstedes af en depotbank, der administrerer stemmeret/udbytte. Se Robert M. Chilstrøm og Henrik Møgelmoes RR 1992/8 p. 9 f. Se også definitionen på Nasdaq's hjemmeside, nasdaq.com.

#### 6.1. Kapitalandele er den felles betegnelse for aktier og anpartier

Vedtægterne skal angive, om kapitalandelene skal være *negotiable* (omsætningspapirer), jf. SL § 28, stk. 4. Kapitalandele er *negotiable*, medmindre selskabet har utvetydigt forbhold om, at kapitalandelene ikke skal være omsætningspapirer, jf. SL § 60, stk. 6, nr. 4. Familieselskaber og (andre) lukkede selskaber med en begrænset ejerkreds vælger ofte ikke-*negotiable* kapitalandele.

Spørgsmålet om fortabelse af rettigheder og indsigter opstår pr. definition kun vedrørende *negotiable* kapitalandele. Hvis der er tale om overdragelsen af ikke-*negotiable* kapitalandele, får erhververen ikke bedre ret end overdrageren, jf. analogien af gældsbrevslovens § 27.

At ejerbeviser henregnes til *negotiable* dokumenter, beror navnlig på, at SL § 66 bestemmer, at reglerne i gældsbrevslovens § 14, stk. 1 og 2, finder tilsvarende anvendelse ved overdragelse af et ejerbevis til eje eller pant. Dette betyder, at der sker *fortabelse af rettigheder* efter samme regler, som gælder om omsætningsgældsbreve. En godtroende erhverver af en negotiabel ihændehaveraktie, som får aktien i hænde fra den, der sad inde med den, erhverver således ret til aktien, selv om overdrageren var umyndig eller i øvrigt mangleret til at råde over aktien. For navnekapitalandelens vedkommende må overdragelsen ske fra en, som sidder inde med andelen med en i formen lovlige akkomst, dvs. at andelen enten er udstedt til ham eller overdraget til ham ved en sammenhængende række skriftlige overdragelser, jf. gældsbrevslovens § 14, stk. 2, smh. med § 13.

Om en aktie er en navneaktie eller ihændehaveraktie, beror fra først af på selskabet. Efterfølgende kan aktien ved en påtegning på selve aktien skifte karakter. En sådan påtegning kan gives både af selskabet og af aktionæreren selv.<sup>22</sup> En ihændehaveraktie gøres til en navneaktie ved, at aktionærens navn påføres aktiebrevet, jf. SL § 66, stk. 1.

Hvis en aktie ifølge selskabets vedtægter skal lyde på navn, eller der gælder indskrænkninger i omsætteligheden, jf. herved SL § 60, stk. 2, kan aktien ikke med virkning over for selskabet overdrages til ihændehaver. Derimod kan ekstinktion af en tidligere aktieindehavers ret ske efter reglerne om ihændehaverakterier, jf. herved gældsbrevslovens § 14, stk. 1.<sup>23</sup>

Selv om selskabsloven (ligesom tidligere aktieselskabsloven) ikke indeholder en udtrykkelig henvisning til gældsbrevslovens regler om *fortabelse af rettigheder*, jf. Gbl. §§ 15-17, må det antages, at disse i et vist omfang kan finde tilsvarende anvendelse. Når reglerne ikke umiddelbart kan overføres,

22. Cf. vedrørende ihændehavergældsbreve Gbl. § 12, stk. 1.

23. If. aledes Gewand, Aktieselskabsret, 1970, p. 213.

skyldes det naturligvis dokumenternes forskellige karakter. Gældsbrevlovens regler gør på skyldnerens indsigelser over for senere erhververe af fordringen. Kapitalandele er ikke fordringer, men ejendomsbeviser, og derfor ikke noget skyldsforhold mellem selskabet og kapitalejerens. Alligevel kan tænkes en række indsigelser fra selskabets side over for en senere erhverver mod hensyn til denne retsstilling over for selskabet.

Kapitalejerens retsstilling over for selskabet beror som foran nævnt på indholdet af selskabets vedtægter. En erhverver af en kapitalandel må respekttere vedtægternes bestemmelse, uanset om han faktisk kender dem, jf. SL § 60, stk. 6 og 7.

Efter sammenhængen med gældsbrevlovens regler gælder i øvrigt følgende hovedlinjer:

Gældsbrevlovens hovedsondering mellem *svage indsigelser*, der fortøbes, og *stærke indsigelser*, der bevares, kan i det væsentlige oversættes.

De *svage indsigelser*, der fortøbes, er indsigelser om, at ejerbeviset er ugyldigt, fordi der foreligger svig, tvang, udnyttelse osv., jf. aftalelovens kap. 3, st. det er udgivet uden selskabets vilje, at selskabet ikke har modtaget den aftalte vederlag, altså kapitalejerens indskud, eller har andre indsigelser vedrørende dette. Det samme gælder den indsigelse, at retten ifølge ejerbeviset er ophort eller ændret ved aftale, modregningserklæring, opsigelse eller dom. Eksempelvis at andelen er købt af selskabet med henblik på indlossning eller amortisation, uden at selskabet har fået ejerbeviset fra kapitalejerens, eller at selskabet har udbetalt til kapitalejerens i forbindelse med kapitalnedsettelse eller likvidation, ligesledes uden at have fået ejerbeviset i hånde.

De *stærke indsigelser*, der bevares, er, at ejerbeviset er falsk, forfalsket, udstedt under anvendelse af voldelig tvang eller udstedt af bestyrelsen uden formaden fuldmagt fra generalforsamlingen.<sup>24</sup> Indsigelsen om underskrifternes (bestyrejse) myndighed anses desmod for en *svag indsigelse*, der fortøbes.

Ved kapitalsforhøjelser har kapitalejerens fortegningsret, jf. nedenunder i kap. 7. Ved udnyttelsen beraf kan benyttes enten en *kupon*, som er tilknyttet ejerbeviset, eller særlige *tegningsrettsbeviser*. Tidligere findtes i AL §§ 23, stk. 2, og 31 regler om sådanne dokumenter. Disse regler blev ophævet i 1992 med henvisning til, at reglerne først og fremmest havde betydning for borsnoterede selskaber, der har (dvs. dengang skulle have) akier, der var registreret i verdipapircentralen. Denne forudsætning er ændret, jf. form. Et (borsnoteret) selskab kan udstede et tegningsrettsbevis, som kan omsettes indenfor tegningsperioden. Selskabsloven tager ikke stilling til tegningsrettsbevisets retlige karakter.

24. Samtidig også Jan Schou Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 214.

Tidligere bestemte AL § 24, stk. 2, at reglerne i GBL § 14, stk. 1 og 2, også fandt anvendelse på tegningsrettsbeviser. Denne regel blev ophevet som konsekvens af ophevelsen af §§ 31 og 23. Formentlig må dog stadig gælde det samme, hvis der er tale om et papirdokument. Et aktierne registreret i en værdipapircentral, kan tegningsrettsbeviserne også udstedes derigennem.

Såfremt selskabet udsteder *udbyttekuponer*, finder bestemmelserne i gældsbrevslovens §§ 24 og 25 anvendelse, jf. SL § 66, stk. 2. Udbyttekuponerne er ifølge disse bestemmelser negotiable og behandles som ihændehængelsedabreve. Hvis selskabet benytter et certifikatesystem, jf. foran, udstedes ikke udbyttekuponer. Såvel udbetaling af udbytte som udeøvelse af de øvrige økonomiske rettigheder udføres da ifølge vedtægtsbestemmelser på grundlag af ejerregistret, og selskabet kan med frigørende virkning betale til den, der er noteret i registret, såfremt selskabet ikke ved eller har grund til mistanke om, at den noterede ejer ikke var den berettigede.

SL § 66, stk. 2, bestemmer, at gældsbrevslovens §§ 24 og 25 også finder anvendelse på *kuponer* og *taloner* (som altså ikke er udbyttekuponer, jf. § 66, stk. 2). Formarbejderne forklarer ikke, hvilke kuponer og taloner bestemmelsen handler om. Måske omfattes de ovenfor nævnte tegningsrettsbeviser af bestemmelsen.

Hvis der ikke udstedes udbyttekuponer eller særlige beviser vedrørende de økonomiske rettigheder, og vedtægterne ikke indeholder særlige bestemmelser om udeøvelsen heraf, må gældsbrevslovens regler anvendes analogt. Udbetaling af udbytte, udlevering af fondsaktier osv. kan herefter ske til den, der sidder inde med kapitalandelen med en i formen lovlig adkomst. Selskabet kan dog også erlægge med frigørende virkning til de i ejerregistret noterede kapi-talejere, såfremt selskabet er i god tro mht. disses materielle berettigelse.<sup>25</sup>

SL §§ 65 og 66 indeholder som nævnt reglerne om beskyttelse mod overdragerens kreditorer og aftale erhververe.

Hvis der ikke er udstedt et ejerbevis – og kapitalandelen ikke er udstedt gennem en værdipapircentral – gælder efter § 65, stk. 1, at beskyttelse mod overdragerens kreditorer kræver, at kapitalselskabet eller den, der fører ejerbogen, fra overdrageren eller erhververen har modtaget *underretning* om overdragelsen. Ved dobbeltoverdragelse går efter § 65, stk. 2, den senere erhverver forud, når kapitalselskabet eller føreren af ejerbogen først har modtaget underretning om overdragelsen til den senere erhverver, og den senere erhverver var i god tro, da underretningen kom frem til selskabet eller føreren af ejerbogen.

25. Jf. også Lars Bunch og Søren Corfixen Whitt, *Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 344.

Er der udstedt ejerbevis, overføres reglerne om negotiable dokumenter i geldsbrevslovens § 14, stk. 1 og 2. En godtroende erhverver af en daudehandsaftale, der har modtaget ejerbeviset fra den, der sad inde med det, må ikke således ikke retten, selv om overdraget var umyndig eller manglende ret til at råde over aktien.

Geldsbrevslovens regler om negotiable dokumenter anvendes dog ikke, hvis der i henhold til en bestemmelse i kapitalfirmaets vedtægter er taget utvetydigt og klart forbehold i ejerbeviset, f.eks. lydende på, at det ikke er et omsætningspapir.

SL. § 66 afgør ikke sikringsakten vedrørende kapitalandele, der ikke er omsætningspapirer, og hvor der er udstedt ejerbeviser. Sikringsakten må formentlig være den samme som efter § 65, altså underretning til selskabet.<sup>26</sup>

For de andele, der er registreret i en værdipapircentral, gælder som nævnt reglerne i kapitalmarkedsloven. Forholdet til tidlige rettighedshavere og dennes afledede erhververe reguleres dermed af kapitalmarkedslovens kap. 34, §§ 184-189.<sup>27</sup> § 184, stk. 1, bestemmer, at »Rettigheder over fondsaktiver skal registreres i en værdipapircentral for at opnå beskyttelse mod retsforfølgning og aftale erhverver». Det er en regel om afgørelse af prioritetskonflikter. Tilsvarende indeholder § 184, stk. 2, en økstinktionsregel: »Når registreringen af en aftale om rettigheder over fondsaktiver er endeligt gennemført i en værdipapircentral, kan en godtroende erhverver ifølge registreret aftale ikke mades med nogen indsigelse mod gyldigheden af aftalen. Dog bevares den indsigelse, at aftalen er ugyldig som følge af falsk eller voldelig tvang.« Med hensyn til fortællere af indsigelser indeholder kapitalmarkedslovens § 186 en regel, hvorefter en godtroende erhverver ifølge registreret aftale ikke kan mades med nogen indsigelse fra tidlige led i omsætningskaden. Dog bevares de sterke indsigelser, jf. § 186, 2. punkt. Tidlige kunne den godtroende erhverver forlange erstatning af værdipapircentralen, såfremt en stærk indsigelse blev gjort gældende. Denne ret er ophævet.

26. H. også *Jøn Schou Christensen*, Kapitalfirmaer, 5. udg., 2017, p. 213, der antager, at der gælder en analog fra engelske en simple geldsbreve, dvs. demurrance. Se nærmere om sikringsakten ved partnerting af kapitalandeleit *Henrik Kær* i NTS 2010:3-4 p. 108 f.
27. Se her til *Jesper Lau Hansen*, Kapitalmarkedsloven, 2020, p. 833 ff. H. om registreringen og retsvirkningen henif og *Poul Krøger Andersen*, *Nr. Ad Classen, Jesper Lau Hansen*, Beretningen, 6. udg., 2019, p. 153 f.

#### 6.1.6. Begrensninger i rådigheden over kapitalandele

Kapitalandele er som udgangspunkt frit omsettelige og ikke indløselige, jf. SL § 48. Begrensninger i omsætteligheden samt indløsningspligt kan dog fastsættes i vedtegterne i forbindelse med selskabets stiftelse. Senere kan sådanne bestemmelser kun indføres med kvalificeret flertal, efter SL § 107, stk. 2, nr. 2 og 3, jf. nedenfor i kap. 12. Efter AL 1973 kunne der kun vedtages omsættelighedsindskrænkninger i form af de to typisk forekommende, nemlig forkøbsret for aktionærer eller andre og samtykke fra selskabet til overdragelse. Disse begrænsninger blev opgivet ved 1982-revisionen som ubehagelige og for restriktive. Selskabsloven har dog bevaret de to bestemmelser om forkøbsret og samtykke i SL §§ 67 og 68, men bestemmelsernes formål er alene at bidrage til, at det nærmere indhold af omsættelighedsindskrænkningerne på forhånd gøres klart for de berørte, og at hjemle en domstolskontrol med indskrænkningernes udførelse og indhold. Bestemmelserne i §§ 67 og 68 svaret i det væsentlige til de tidligere bestemmelser i aktieselskabsloven. I modsætning til tidligere gælder reglerne også for anpartsselskaber.

Alle andre former for omsættelighedsindskrænkninger end de i §§ 67 og 68 nævnte kan også optages i vedtegterne. Dette gælder eksempelvis de i § 107, stk. 2, nævnte bestemmelser om ejerloft, dvs. bestemmelser om, at ingen kapitalejer kan besidde kapitalandele ud over en nærmere fastsat del af kapitalen.

Bestemmelser om omsættelighedsbegrensninger er – sammen med diskussionerne om A-B-aktier – et vigtigt emne i corporate governance-debatten, se herved også foran i kap. 2.1.2 samt nedenfor i kap. 12.3.2 og 16.7.

Vedtegtsbestemmelser om omsættelighedsindskrænkninger i form af forkøbsret eller krav om samtykke kan sikre selskabet eller andre kontrol med ejerkoden. Personer, hvis interesser varetages ved de pågældende vedtegtsbestemmelser, kan håndhæve bestemmelserne ved sagsmål. Også selskabet kan have en sådan interesse i bestemmelsen, at selskabet er sagsmålsberettiget, jf. således U 1991.134 H (U 1991 B p. 255 f) og U 1994.234 H. Begge sager om forkøbsretsbestemmelser i Louis Poulsen A/S.

En kontrol kan også opnås ved en vedtegtsbestemmelse om, at selskabet eller andre har ret til at indløse alle eller bestemte kapitalandele, jf. SL § 69. Forskellen mellem de ovenfor nævnte omsættelighedsindskrænkninger og en indløsningsadgang er, at forkøbsret og samtykke m.v. går på den situation, hvor der er tale om overgang af kapitalandele, mens indløsningsretten er udtryk for en egentlig køberet, som ikke er knyttet sammen med en overgang. Udnyttelse af indløsningsretten vil imidlertid forhindre en overgang og kan på denne måde virke som omsættelighedsbegrensning.

Indløsningsret kan som nævnt tillægges såvel selskabet som andre. Man kan spørge, om indløsningsret for selskabet skal respektere begrænsningerne vedrørende erhvervelse af egne kapitalandele i SL § 197. Herved taler, at undtagelsesreglen til § 197 i SL § 200, nr. 3, kun vedrører en lovbestemt indløsningspligt. Givet er, at selve den vedtægtsmessige indløsningsret er lovlig.

Udnytelse af muligheden for at tillægge selskabet indløsningsret kan f.eks. være aktuel ved generationsskifte eller som løsningsmodel ved uoverensstemmelser mellem kapitalejerne. Tillægges nogen indløsningsret, er forskellen i forhold til en forkebsret, at betingelsen for indløsning kan knyttes til ethvert forhold. Betingelserne skal angives i vedtaegterne og kan til sidst sættes, hvis de er åbenbart urimelige, jf. henvisningerne i § 69 til § 67. Indløsningsretten kan også tillægges andre end kapitalejere, f.eks. staten, eksempelvis i forbindelse med en privatisering af offentlig virksomhed.<sup>28</sup>

Både for omsætelighedsindskräkninger og indløsningsret gælder, at vedtægtsbestemmelser herom kun kan træffes for navnekapitalandele, jf. SL § 48, stk. 2. Ejeraftaler mellem indehavere af ihændehaveraktier f.eks. om forkebsret er derimod gyldige og bindende for de berørte parter. Ejeraftaler har dog ikke samme bestand som vedtægtsbestemmelser, idet de kan eksistere af godtroende erhververe af aktien, jf. gældsbrevsløvens § 14 henholdsvis kapitalmarkedslovens § 184 samt ovenfor under punkt 6.1.5.

Vedtaegterne kan som nævnt bestemme, at der skal tilkomme kapitalejerne eller andre forkebsret i tilfælde af overgang af kapitalandele, jf. SL § 67. Bestemmelsen er i modsætning til tidligere ikke begrænset til overdragelse af kapitalandele.<sup>29</sup> Ved overgang forstår ejerskifte, uanset om der er tale om overdragelse, arv eller kreditorsfølgning.

Forkabsretten er ofte formuleret som en ret til at overtage aktierne til den pris, der bevisligt kan opnås til anden side. Der må foreligge et konkret tilbud. Pris og betalingsvilkår kan være fastsat således, at der angives betettingsgrundlaget for prisen, betalingsmåde og betalingstid. Vedtaegterne skal

28. En EU-retlig begrænsning heri følger imidlertid af EU-Domstolens afgørelser af C-367/98, C-483/99, C-503/99, C-98/01, C-463/00 samt C-282/283/04, C-174/04, C-463/04, C-464/04 og C-326/07 om såkaldte »Golden shares«, dvs. aktier, hvortil staten har knyttet sådanne rettigheder som stridende mod reglerne om frie kapitalbevægelser (art. 56) og etableringsfriheden (art. 43). Jf. nærmere om disse afgørelser *Karsten Engsig Sørensen og Jens Hartig Danielsen*, EU-retten, 7. udg., 2019, p. 654. Se også nedenfor i kap. 12 om lighedsgrundsatningen, jf. herved *Erik Wiberg Jørgensen* og *Michael Norremark* i RR 2003/10 p. 6 f.
29. Overskriften til § 68 taler dog misvisende om samtykke til salg. Det fremgår dog af ordlyden i § 68 og af bemærkningerne til § 68, at bestemmelsen regulerer alle former for overgang af kapitalandele, jf. bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 181.

indholder de nærmere regler om forkobsretten, særligt også om den tidsfrist, inden for hvilken forkobsretten skal være gjort gældende. Vedtægtsbestemmelser om pris og vilkår kan helt eller delvis tilsidesættes ved dom, såfremt de fører til en åbenbart urimelig pris eller åbenbart urimelige vilkår. I denne formulering ligger, at vedtægtsbestemmelser om kubesummen og vilkårene i øvrigt normalt må være bindende, selv om de afviger fra, hvad en vurdering ellers ville føre til. I selve det forhold, at der foreligger et (seriøst) tilbud fra tredjemand, ligger en garanti. Hvis forkobsretten er knyttet til denne pris, er det vanskeligt at tænke sig, at denne skulle tilsidesættes. Hvis forkobsretten derimod skal udnyttes i andre tilfælle på grundlag af en vedtægtsmessig præfatsættelse, kan man forestille sig tilsidesættelse, navnlig hvis vilkårene er fastsat meget gunstigt for den, der skal udnytte forkobsretten.

Udnyttelse af en forkebsret forudsætter, at den berettigede har midlerne til at udnytte retten. Et alternativ kan være en såkaldt *medsalgsret*, som typisk er en adgang for en minoritet til at sælge sine kapitalandele på samme vilkår som overdrageren af en majoritetspost. Er der tale om et børsmøteret selskab, følger en sådan ret af reglen i kapitalmarkedslovens § 44 om pligtmæssige tilbud. I andre selskaber kan en lignende regel optages i vedtægterne – eller hyppigere – i en ejeraftale. En medsalgsret beskytter minoritetens interesser. Majoritetens interesser kan omvendt beskyttes gennem *medsalgspligt*, således at en køber har mulighed for at erhverve samtlige kapitalandele.<sup>30</sup>

Vedtægtsbestemmelser om forkobsret etableret i forbindelse med generationsskifte eller i forbindelse med aktive kapitalejeres udtræden af selskabet ses ofte og tjener fornuftige formål, se som eksempel U 1966.739 V. Størst chance – eller risiko – for tilsidesættelse vil der være, hvis der ikke kan oplyses en fornuftig grund til, at prisen eller vilkårene i sin tid blev fastsat til gunst for den, der udnytter forkobsretten.<sup>31</sup> Bemærkningerne til bestemmelserne anfører, at åbenbar urimelighed foreligger, når prisen er helt uvenet og for alle parter uforudsigtig. Hvis der er tale om erhvervsdrivende parter, er kravet til den åbenbare urimelighed yderligere skært.

Hvis vedtægterne ikke indeholder bestemmelser om beregningsgrundlaget – hvad de dog i praksis altid vil gøre – eller hvis en vedtægtsbestemt pris til-sidesættes, og enighed i øvrigt ikke kan opnås, skal prisen fastsættes til *skapi-*

30. Jf. herved om alddanne klausuler Tomas Krüger Andersen, Private Equity, 2013, p. 144 f. Den engelske betegnelse for de nævnte klausuler er henholdsvis *tag along* og *drag along*.
31. Vedr. udtrykket »åbenbart urimelig pris«, se også U 1992.971 om statens indløsning af JTAS' aktier. Sml. også Højesterets dom i U 2002.1412 om indløsning af aktiene i SEAS A/S.

*talandelenes værdi*, jf. § 67, stk. 3. Loven fastsætter ikke, hvad der nærmere skal forstås ved kapitalandelenes værdi. Det fremgår dog af forarbejderne til aktieselskabslovens regler, at vurderingen i almindelighed skal ske således, at hensyn tages både til selskabets regnskabsmæssige værdi opgjort som en going-koncern og til selskabets fremtidsudsigter. En utrykt byretsdom<sup>32</sup> tog således dels hensyn til aktiernes indre værdi, dels til selskabets udbyttepolitik og aktiernes karakter af minoritetsaktier. Aktierne fastsættes til en handelsværdi, der ligger over den pris, der kunne opnås til anden side, men væsentligt under den indre værdi. For borsnoterede selskaber vil et fravigeligt udgangspunkt være børskursen, jf. herved U 1977.61 H om indløsning efter den nu ophævede regel om fusion i AL 1973 § 136, jf. herved nærmere diskussionen nedenfor i kap. 15.4.3, vedrørende SL §§ 70-73.

Hvis overdragelsen omfatter flere kapitalandele, kan forkebsretten kun udøves for samtlige andele, medmindre vedtægterne bestemmer andet, jf. § 67, stk. 4.<sup>33</sup>

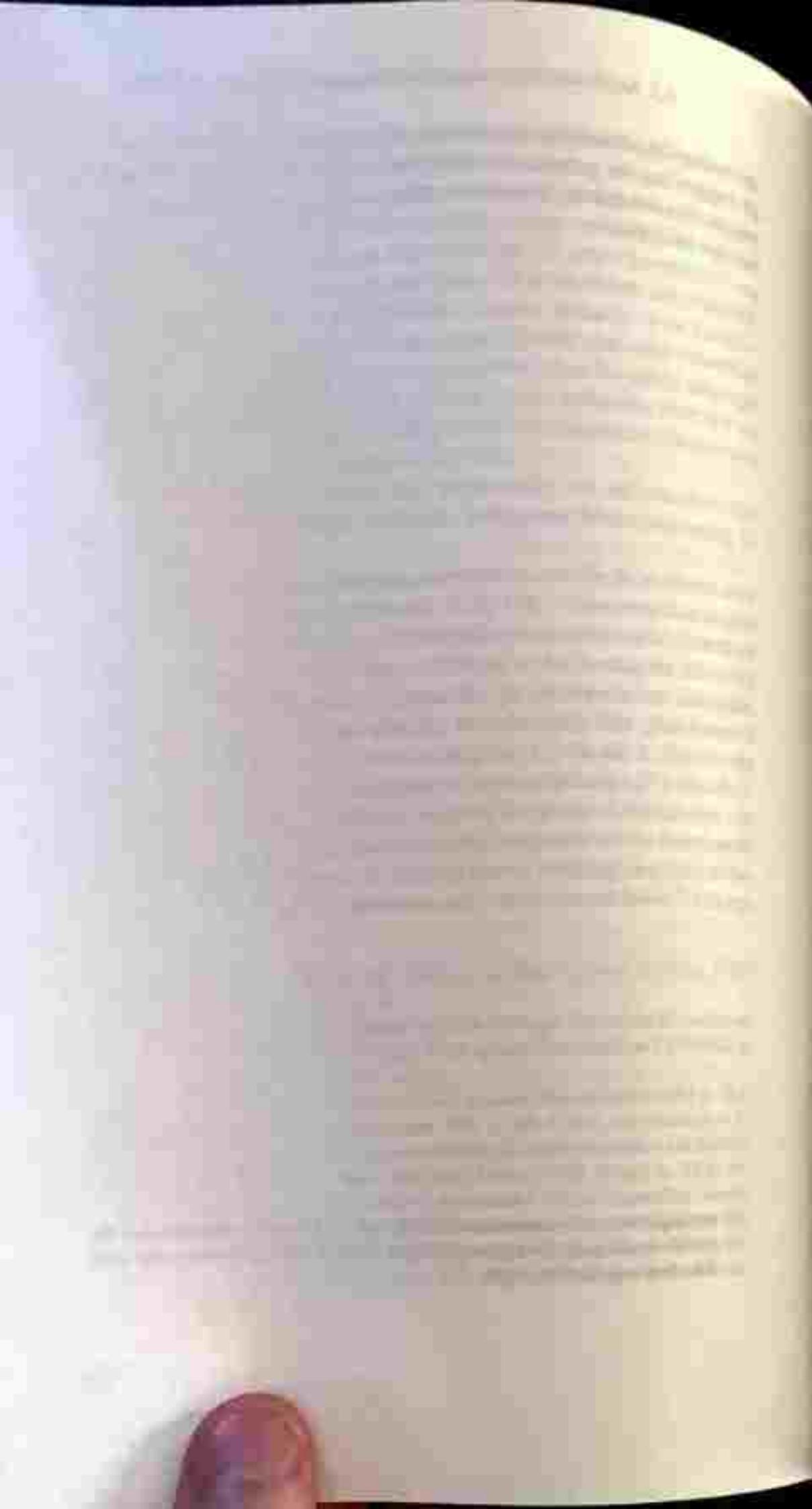
Vedtægterne kan også bestemme, at der kræves samtykke fra selskabet eller fra andre til overgang af kapitalandele, jf. SL § 68. Vedtægterne kan angive betingelserne for meddelelse af samtykke, f.eks. at erhververen skal tiltræde en bestemt ejeraftale. Hvis ikke dette er tilfældet, er den berettigede frit stillet med hensyn til, om samtykke skal gives. Den, der har anmodet om samtykke, skal underrettes om selskabets afgørelse. Er underretning ikke givet senest 4 uger fra anmodningen, anses samtykke for givet, jf. § 68, stk. 1. Såfremt der ikke gives samtykke, skal der dog gives en begrundelse herfor, jf. § 68, stk. 2. Hvis det er selskabet, der skal give samtykke, følger det af almindelige selskabsretlige regler, at bestyrelsen må vurdere spørgsmålet ud fra hensynet til selskabets tarv. En rent chikanes afvisning eller en afvisning, der klart er begrundet i andre hensyn, kan tilskidesettes ved en dom over selskabet.<sup>34</sup> Om og-

32. Aalborg Rets dom af 24. juni 1981, citeret hos *Lars Bianch og Søren Corfixsen Whir, Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 349.
33. Om den situation, hvor flere aktieejere samtidig overdrager deres aktier til samme erhverver, se *Poul Moden* i U 1975B, p. 341 f. og hertil *Boye Jacobsen* i U 1981B, p. 108 f. og *Poul Moden* i U 1983B, p. 227 f.
34. Jf. således også vedtorende nørk ret *Grunde Brøland* i Jussens Venner 2001 p. 56 f. og hertil *Kjetil Larsen* i Jussens Venner 2001 p. 205 f., bl.a. om dommen i Ri 1999.1682 om efterprøvelse af bestyrelsens afgørelse på at købe en aktiepost i et selskab, der udgav et dagblad. Se også *Julie Boed Jensen* i NTS 2010:2 p. 39 f. om »Konsekvensene av samtykkenegetelse i aksjeselskab». Domstolskontrollen i Norge tager udgangspunkt i, at asl. § 4-16 udtrykkeligt bestemmer, at samtykke kun kan nægtes, når der foreligger saglig grund herfor. Se herom *Stine Winger Minde*, om »Samtykkenegetelse i forretningsforetak» i NTS 2015:2 p. 1 ff. Se også den endnu me-

#### *6.1. Kapitalandele er den fælles betegnelse for aktier og anparter*

å en nægtelse af samtykke fra andre end selskabet kan tilslidesættes, må bero på baggrunden for optagelsen af samtykkebestemmelserne. Udelukket er det næppe. Som det mindre i forhold til et afslag kan der formentlig også gives et betinget samtykke.

re vidtgående regel i den svenske ABL 2005 4 kap., 12 §, hvorefter selskabet skal begrunde et afslag og efter begæring yderligere anvise en anden erhverver. Sker dette ikke, kan samtykke ikke nægtes.



## Selskabets finansiering

### 7.1. Indledning

Efter stiftelsen kan selskabet få behov for yderligere kapital til videre udvikling og ekspansion. En styrkelse af kapitalgrundlaget er i andre situationer nødvendig for, at selskabet kan overleve. Nutidens selskaber er sjældent selvfinansierende. Det overskud, der kan akkumuleres, er som oftest ikke tilstrækkeligt til fortsat udvikling. Selskaberne må derfor i udstrakt grad gøre brug af ekstern finansiering.

Beslutninger om selskabets finansiering og kapitalstruktur hører til de helt centrale emner i selskabsretten. I den økonomiske *corporate finance*-teori diskuteres og udvikles teorier om grundlaget for virksomheders finansielle beslutninger.<sup>1</sup> De selskabsretlige og børsretlige regelsæt angiver rammerne for de finansielle beslutninger. Disse rammer bør udformes således, at selskaberne får de bedste og mest fleksible muligheder for at hente den fornødne kapital eller i øvrigt tilpasse kapitalstrukturen – uden at give køb på den nødvendige beskyttelse af nuværende og kommende aktionærer og af selskabets kreditorer.

AL 1973 sagde at imødekomme selskabernes finansieringsbehov ved i dansk selskabsret at introducere nye, men fra udlandet velkendte, finansieringsformer. Denne udvikling er fortsat siden. Til rådighed står nu på den ene

- Se nærmere om selskabers finansiering i den omfattende Corporate Finance-litteratur, f.eks. et standardværk som *Brealey, Allen & Myers, Principles of Corporate Finance*, 12<sup>th</sup> ed., 2017. Se på dansk bl.a. *Claus Parum, Corporate Finance*, 2001, med en række artikler om kapitalomkostninger, udlodningspolitik m.m. belyst ud fra danske forhold og *Per Vestergaard Andersen, Corporate Finance*, 2004. Den selskabsretlige side af Corporate Finance-litteraturen er navnlig i England blevet en selvstændig disciplin – Corporate Finance Law. Se således *Ellis Ferran og Look Chan Ho, Corporate Finance Law*, 2<sup>nd</sup> ed. 2014 samt *Louise Gullifer og Jennifer Payne, Corporate Finance Law*, 3<sup>rd</sup> cd. 2020 og på dansk, med engelsk inspiration, *Henrik Kure, Finansret 2015* (ann. af *Paul Krüger Andersen* i NTS 2016:1 p. 115 f.).

sidste traditionel finansiering ved *kapitaludtakelser*. På den anden side finansiering ved tilvejebragelse af varierende beskaffenhed. Herimellem står nogle mellemformer – undertiden betegnet *mezzaninkapital* – som i sig har træk fælles med såvel egenkapitalen som fremmedkapitalen. Selskabsloven nævner konvertible obligationer, udbyttegivende gældsbreve og warrants. Ved at bemynde disse mellemformer kan selskabet – og långiverne/investorerne – således spille på flere heste til fordel for begge parter.

Selskaberne kan enten skaffe kapital via det offentlige kapitalmarked eller via individuelle arrangementer med långivere eller indskydere af egenkapital. I forsmaevne tilfælde skal der, uddover reglerne i selskabsloven, også tages hensyn til reglerne i kapitalmarkedsloven om prospekter m.v. I sidstnævnte tilfælde skal der (tillige) udarbejdes linjeaftale, ejeraftaler m.v. som grundlag for finansieringen. Adgangen til at hente kapital via kapitalmarkedet er dog forbeholdt aktieselskaberne, idet sondringen mellem aktieselskaber og anpartsselskaber gør på, at anpartsselskaber ikke kan udbyde selskabets kapitalandele til offentligheden, jf. selskabslovens § 1, stk. 3.

Hvilke af de forhinderværende finansieringsmuligheder selskabet vil foretrække, beror bl.a. på overvejelser af *finansiel art* (billigste finansiering, skat), *riskobetrægting* (gunstig egenkapitalandel, konkursrisiko) og holdningen til at få nye ejerkredse ind i selskabet (*magtperspektiv*). Hertil fajer sig i de seneste år et *effektivitetsperspektiv* (corporate governance-perspektiv). Synspunktet er her, at de forskellige kapitalkilder stiller krav om afdeling, som på hver deres måde presser selskabet(s ledelse) til at udnytte selskabets ressourcer bedst muligt. Opgaven er – så vidt muligt – at tilrettelegge en *optimal kapitalstruktur* ud fra selskabets individuelle forhold og de præferencer, som aktionærerne har i de nævnte henseender.<sup>2</sup> Kapitalstrukturen angiver forholdet mellem en virksomheds gæld og egenkapital. De selskabsretlige regler giver rammerne for, hvorpå selskaberne kan indrette kapitalstrukturen. I yderpunktene kan selskaberne øge egenkapitalen ved kapitalforhøjelser og tilbageholdenhed med at udbetale udbytte. I den modsatte retning kan selskabet mindske egenkapitalen ved kapitalnedsettelse, ved maksimal udnyttelodning og ved aktietilbagekøb.

De almindelige regler om kapitalforhøjelse står i selskabslovens kapitel 10, §§ 153 og følgende. Kapitlet indeholder tillige bestemmelserne om konvertible obligationer og om udbyttegivende gældsbreve. I kapitlet er også

2. En ikke helt ny analyse af danske selskabers kapitalstruktur kan findes i Danmarks Nationalbanks kvartalsoversigt, 4. kvartal 2014, p. 61 f.

indsat bestemmelser om warrants (tidligere benævnt tegningsoptioner), selv om disse instrumenter almindeligvis ikke benyttes til at fremskaffe kapital.

Der udvikles til stadighed nye finansieringsformer eller varianter af de allerede kendte. En opregning af en række såkaldte finansielle instrumenter gives f.eks. i kapitalmarkedslovens § 4.<sup>3</sup> Selskaber kan anvende finansielle instrumenter som grundlag for kapitalanskaffelse og/eller til afdekning af finansielle risici m.v. I det omfang selskabsloven ikke indeholder særegler om bestemte kapitaltilførselsformer, er selskabet naturligvis berettiget til at benytte alle de muligheder for at fremskaffe kapital, der er til rådighed. (Anden) finansiering ved lånecoptagelse m.v. omfattes af de almindelige regler om ledelsens kompetence, jf. nærmere nedenfor i kap. 9.

Anparusselskabslovens og aktieselskabslovens regler om kapitaltilførsel var tidligere noget forskellige. Med enkelte undtagelser er reglerne nu ens.

## 7.2. Kapitalforhøjelser

### 7.2.1. Forhøjelse ved indbetaling

Selskabslovens regler om kapitalforhøjelser tjener ganske samme formål som stiftelsesreglerne, jf. foran i kapitel 5. De er og må nødvendigvis være i det væsentlige identiske med stiftelsesreglerne.

Beslutningen om kapitalforhøjelse træffes af generalforsamlingen, jf. selskabslovens § 154. Kapitalforhøjelsen indebærer en vedtægtsændring og skal derfor vedtages med to tredjedels flertal efter reglerne herom i selskabslovens § 106. En beslutning om kapitalforhøjelse kan naturligvis gennemføres ved en enkeltstående generalforsamlingsbeslutning. Selskabet(s ledelse) falder imidlertid ofte, at der er behov for større smidighed. Selskabslovens § 155 indeholder en praktisk vigtig bestemmelse, hvorefter det centrale ledelsesorgan kan bemyndiges til i et bestemt afgrænset tidsrum og inden for et maksimumsbeløb at gennemføre kapitalforhøjelser ved aktietegning.<sup>4</sup> Tidsperioden for bemyndigelsen er i loven maksimeret til én eller flere perioder på indtil fem år ad gangen. Den første bemyndigelse kan altså højest være i fem år, men ved at vedtage stadige forlængelser kan bemyndigelsen i praksis gøres vedvarende. Der er ingen grænse med hensyn til kapitalforhøjelsens størrelse.

3. Jf. henil Jesper Lau Hansen, Kapitalmarkedsloven, 2020, p. 197 ff.

4. Jf. de tilsvarende om bemyndigelsesbestemmelser vedrørende warrants og konvertible obligationer i § 155, stk. 2.

En stående bemyndigelse kan f.eks. være hensigtsmæssig for at kunne udnytte et gunstigt aktiemarked uden forsinkelse eller for at kunne tilbyde medarbejderaktier efter behov.<sup>5</sup>

Generalforsamlingens bemyndigelse skal omfatte de i § 155, stk. 3, nævnte forhold, dvs. de samme forhold som ved en ordinær forhøjelse. Det skal angives, om forhøjelsen kan ske ved apportindskud, jf. § 155, stk. 4. Der henvises her til reglerne om stiftelse ved apportindskud. Det kan være praktisk for selskaber, der ekspanderer ved virksomhedskob, at have en bemyndigelse til apportforhøjelse, således at kapitalejerne i de opkobte virksomheder kan vederlægges med kapitalandele i det overtagende selskab. Se om sådanne fusionssurrogater nedenfor i kap. 16.

Den tidligere anpartsselskabslov indeholdt ikke en bemyndigelsesregel. Dette gav anledning til en vis tvivl om retsstillingen. Bemyndigelsesreglene gælder nu både i aktie- og anpartsselskaber.

De nuværende kapitalejere har adgang til at tegne kapitalandele, jf. nedenfor under 2.4 om fortettingsretten. I det omfang aktieselskaber har behov herfor, kan indbydelse til tegning også gives til andre, herunder til offentligheden, jf. straks nedenfor. Anderledes i anpartsselskaberne. Anparter kan som nævnt ikke udbydes til offentligheden. Forarbejderne til selskabslovene definerer ikke begrebet udbyde til offentligheden, men henviser alene til reglerne om prospektpligt ved offentlige udbud af værdipapirer. Disse regler gælder kun for aktieselskaber.<sup>6</sup> Se om udbud af anparter også foran i kap. 5.3.1.

Beslutningen om kapitalforhøjelse skal som nævnt tages af generalforsamlingen med flertal som til vedtægtsændring, dvs. to tredjedele, jf. § 154, stk. 2 – eller ifølge bemyndigelse af det centrale ledelsesorgan, jf. SL § 155. Kapitalejeme skal have et beslutningsgrundlag som angivet i selskabslovens §§ 156 og 157. Dette beslutningsgrundlag skal i aktieselskaber gøres tilgængelig for aktionærerne efter reglerne i SL §§ 98 og 99 og fremlægges på generalforsamlingen. Kravene vedrørende aktieselskaber er mere omfattende end vedrørende anpartsselskaber, jf. straks nedenfor. Dette hænger sammen med den formodede strukturelle forskel mellem de åbne aktieselskaber og

5. Jf. herved FT 1981-82 tilleg A sp. 2872. Bemyndigelsen kan også omfatte en adgang til at fravige kapitalejernes fortettingsret, jf. SL § 162.
6. Udbud af værdipapirer til offentligheden er defineret i kapitalmarkedslovens § 3, nr. 21, som enhver henvedelse til fysiske og juridiske personer ad enhver distributionskanal med tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte omstændige værdipapirer eller andele, som bevirker, at en investor kan træffe afgørelse om køb eller tegning.

**Ankendte anpartsselskaber.** På aktieselskabets generalforsamling skal selskabet – såfremt årsrapporten for sidste regnskabsår ikke behandles på samme generalforsamling – fremlægge 1) den seneste godkendte årsrapport, 2) en beretning fra selskabets centrale ledelsesorgan om begivenheder af væsentlig betydning for selskabet, som er indtruffet efter årsrapportens afgivelse, og 3) en erklæring fra revisor om bestyrelsens beretning, hvis selskabets årsberetning er omfattet af revisionspligt. (Jf. om revisionspligt nedenfor i kap. 13). Disse krav kan dog i enighed fraviges af aktionærerne eller af det centrale ledelsesorgan, der udnytter en bemyndigelse til kapitalforhøjelse, jf. § 156, stk. 3.

**Anpartsselskaber** er ikke omfattet af SL § 156. I anpartsselskaber er det op til anpartshaverne at vurdere, hvilke dokumenter der er nødvendige for at træffe beslutning om en kapitalforhøjelse, og om hvilke dokumenter der skal fremlægges på generalforsamlingen.

Beslutningen om kapitalforhøjelse skal omfatte alle relevante forhold vedrørende kapitalforhøjelsen, såsom størrelsen af forhøjelsen, tegningskurs og kapitalandelenes karakter. Minimumskravene er opregnet i SL § 158 vedrørende de tilfælde, hvor generalforsamlingen træffer beslutning, og i § 159 vedrørende de tilfælde, hvor det centrale ledelsesorgan udnytter en bemyndigelse.

Oplysningskravene efter § 156 er væsentligt mindre end de krav, der stilles til det *prospekt*, der (også) skal udarbejdes, såfremt der er tale om en børsemession, jf. nedenfor i punkt 7.2.2. Skal aktierne imidlertid udbydes til offentligheden, uden at der er tale om en børsemession, skal der også udarbejdes et prospekt efter reglerne i prospektforordningen, jf. Forordning (EU) 2017/1129. Tidligere indeholdt værdipapirloven forskellige regler om prospekter ved offentlige udbud over hhv. under 5 mio. euro. I forbindelse med implementeringen af den nye prospektforordning har man valgt at udnytte muligheden i forordningens artikel 3, stk. 2, til at fritage udbud under 8 mio. euro fra prospektpligt, jf. kapitalmarkedslovens § 10. Se nærmere om prospekter nedenfor i afsnit 7.2.2.<sup>7</sup>

Forhøjelsen kan ske såvel ved *kontant indbetaling* som ved *opportindskud* eller *konvertering*. SL § 160 angiver de oplysninger, der skal gives ved apportforhøjelser og ved konvertering.

Det er ikke ligegyldigt, om reglerne om kontantstiftelse eller om apportindskud kommer til anvendelse. Kravet til de oplysninger, der skal produceres ved apportindskud, er mere omfattende end ved kontantindskud. Sel-

7. Se om prospektreglerne bl.a. Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 282 f., og Jesper Lau Hansen, Kapitalmarkedsloven, 2020, p. 235.

skabsloven sidestiller konvertering med kontantindbetaling, jf. nedenfor. Det er ledelsens pligt – og ansvar – at vurdere, om konverteringsreglerne kan anvendes. Hvis overdragelsen af værdier er sket før forhøjelsesbeslutningen, således at der er skabt et tilgodehavende, der nu udlignes ved aktieudstedelsen, kan det tænkes, at reglerne om apportindskud skal anvendes, selv om det formelt er tale om en konvertering. Vurderingen vil bero på, hvilke aftaler der måtte være indgået om ombytningen i forbindelse med overdragelsen og den tidsmæssige afstand til kapitalforhøjelsen. Hvis overdragelsen er sket umiddelbart før kapitalforhøjelsen, og der er aftalt ombytning med kapitalandele, må reglerne om apportindskud iverkases.<sup>8</sup> Hvis overdragelse sker efter en kontant kapitalforhøjelse og fra en tegner af kapital, finder reglerne om apportindskud dog også anvendelse, såfremt overdragelsen var aftalt eller forudsat ved tegningen.<sup>9</sup>

En nu ophævet regel i AL § 33, stk. 2 (Apl. § 39, stk. 2) lavede et problem vedrørende sammenstød mellem reglerne om apportforhøjelse og fusion. Ved en overtagesfusion indskydes aktierne i det overtagne selskab i det fortsættende selskab, mod at aktionærerne i det opførende modtager aktier i det sidstnævnte. Hvis der gennemføres en kapitalforhøjelse med henblik herpå, er der på én gang tale om en apportforhøjelse og en fusion. AL § 33, stk. 2, angav, at det i den situation er fusionsreglerne (med de deri indbyggede garantier for aktionærer og kreditorer), der skal anvendes.<sup>10</sup> Ophævelsen af § 33, stk. 2, ændrer formentlig ikke heri.

Selskabslovens § 160 henviser til kravene om vurderingsberetning ved apportindskud i lovens §§ 36 og 37, men derimod ikke til §§ 42–44 om efterfølgende erhvervelser fra aktionærer. Sådanne overdragelser kan deraf ske uden særlige formaliteter efter almindelige kompetenceregler.

Beslutningen om forhøjelse skal angive de forhold, som opregnes i SL § 158 henholdsvis § 159, såfremt der er tale om, at selskabets central ledelsesorgan udnytter en bemyndigelse. I begge tilfælde skal der bl.a. angives *tegningskursen* på de nye kapitalandele samt kapitalandelenes retsstilling.

8. Jf. herved *Lars Bunch og Søren Corfixen Whitt*, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 681 f., om Erhvervsstyrelsens praksis.
9. Jf. herved Erhvervsanklaagets kendelse af 10. august 1995 om en aktietegning og aftale om overtagelse af aktiver samme dag. Dette forhold blev anset for at have en sådan forbindelse, at kapitaludvikelsen samlet måtte anses for at være sket i kontant, dels i indskud af andre værdier. Erhvervsstyrelsen har tilkendegivet, at denne kendelse fortsat er relevant efter selskabsloven.
10. Aktieselskabslovens og unpartiselskabslovens undtagelsesregel om fusion var ikke helt kongruente. Jf. herom *Werkoff*, Kommenterede Aktieselskabslov, 2. udg., 2020, p. 214 f.

Kurset kan fastsættes til den værdi, som selskabet kommer frem til ved en vurdering, og som aktierne vurderes at kunne afsættes til. Det kan være en bestemt kurs (fast kurs) eller f.eks. børskursen på tegningstidspunktet, jf. nærmere straks nedenfor. Tegningskurserne behøver ikke at være nøjagtigt fastsat i forbindelse med beslutningen om kapitalforhøjelserne, først ved anmeldelsen af forhøjelsen til Erhvervsstyrelsen.

Selskabet er naturligvis interesseret i at opnå det størst mulige provenu af en emission, samtidig med at det ønsker sikkerhed for, at emissionen fuldtages. Det sidstnævnte problem kan løses ved, at pengeinstitutter eller andre giver en *tegningssiganti*. Omkostningerne hertil indgår normalt i emissions-unkostningerne.

Kapitaludvidelser sker ofte til overkurs. Overkursbeløbene skulle i aktieselskaberne tidligere henlægges til den særlige overkursfond. Med de seneste lovgivninger bliver overkursen i begge selskabsformer til fri reserve.

Kapitalandele skal tilbydes de nuværende kapitalejere efter reglerne om fortægningsret i SL § 162, jf. herom nedenfor i kap. 7.2.5. Kapitalandele, der udbydes til fri tegning, fordeles enten efter bestyrelsens skøn eller på grundlag af vedtagne fordelingsregler, jf. SL § 158, nr. 9. Selskabet kan som udgangspunkt skønne frit eller fastsætte de fordelingsregler, som anses for enskellige, såfremt kapitalandelene overtegnes. Se herved om selskabets adgang til at foretage reduktioner i kebsordrer og virkningen af offentligjorte fordelingsnøgler U 1979.36 H. Dommen godkendte principielt, at der var foretaget en individuel reduktion ud fra et skøn over, at nogle aktietegninger var større, end tegneren i virkeligheden ønskede. (På grund af en formodning om overtegning). Selskabet havde imidlertid pligt til at forsøge at afbøde virkningen af sit fejlagtige skøn. Efter de nugældende børsregler skal der i prospektet være en fordelingsplan, jf. bilag I, punkt X samt bilag III, punkt VI i prospektforordningen. I stedet for at reducere tegningerne efter en fordelingsnøgle anvendes i børsnoterede selskaber ofte at gå den anden vej, dvs. ved at de eksisterende aktionærer giver tilslagn om at sælge yderligere aktier – en såkaldt »green shoe« – eller der træffes bestemmelse om, at der kan ske yderligere tegning af aktier – såkaldt »overallokering«. Aftaler herom skal også fremgå af prospektet, jf. prospektforordningens artikel 17.

### 7.2.2. Særligt om forhøjelse i forbindelse med børsintroduktion/børsemission

Aktieselskaber kan opnå særlige muligheder for finansiering ved at blive børsnoteret. Ved børsnotering får selskabet adgang til det offentlige kapitalmarked. Selskabet kan i forbindelse med børsnoteringen og senere udstede aktier, som aftages af investorer ud fra almindelige overvejelser om risiko og

afkast og med baggrund i offentligt tilgængelige informationer om selskabets forretningsmæssige forhold og struktur.

Der gælder særlige børsretlige regler om emissioner i borsnoterede selskaber.<sup>11</sup> Såvel i forbindelse med den første optagelse af et selskabs aktier til notering<sup>12</sup> som ved senere aktiemissioner skal der udarbejdes et særligt prospekt, jf. reglerne i prospektforordningen. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der er formidlae for, at investorerne og deres rådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og utsigter samt de rettigheder, der er tilknyttet til disse værdipapirer.<sup>13</sup> Supplerende og omfattende krav til prospektets indhold angives i Kommissionens delegerede Forordning (EU) 2019/980. Prospektet udarbejdes af selskabets ledelse, sædvanligvis i samarbejde med en række rådgivere, typisk advokater, revisorer og banker. Såvel selskabets ledelse (selskabet selv) som de forskellige rådgivere er ansvarlige for deres arbejde i forbindelse med prospektet. For at præcise ansvarsforholdene kræver prospektforordningen, at prospektet skal indeholde navnet på de prospektansvarlige, og de pågældende skal ved en påtegning erklaere, at de givne oplysninger er korrekte og fuldestgørende, jf. forordningens artikel 11.<sup>14</sup>

11. Der stilles også særlige krav til aktierne. Borsnoterede selskabers aktier skal således være frit omsættelige, jf. betingelsesbekendtgørelsens bilag 1 og nærmere *Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen*, a.st. p. 280 f.
12. Det er ikke nødvendigt, at der i forbindelse med et selskabs *borsintroduktion* sker en forhøjelse af kapitalen. En borsintroduktion kræver, at der sker en spredning af selskabets aktier på markedet, således at der kan ske en sikker kursfartstællelse. En spredning kan opnås ved, at selskabets hidtidige aktionærer sælger ud af deres aktiebeholdning, ved en kapitalforhøjelse, hvor aktierne udbydes offentligt, eller ved en kombination af disse midler, jf. nærmere *Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen*, Borsretten, 6. udg., 2019, p. 279, samt Borsens Udstederregler.
13. Jf. her til *Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen*, Borsretten, 6. udg., 2019, p. 282 f. Om prospektets indhold Michael Philip Schmidt, Prospektretten, p. 214 f.
14. I U 2000.920 H blev en emissionsbank principielt anset erstatningsansvarlig for en uregtig borsmeddelelse om overtegning. Banken havde ydet erstatning for kurstabet indtil et vist tidspunkt, og den pågældende investor fik ikke yderligere erstatning. Højesteret har i U 2000.2176 H tilkendt en investor erstatning hos en emissionsbank for en uregtig borsmeddelelse om, at en emission var fuldtegnet. Prospektansvar for en emissionsbank blev afvist i U 2001.398 H. Sø- og Handelsretten tog i sin dom af 2. september 1999 stilling til prospektansvaret i den såkaldte Hafnia-sag. Ved dommen blev såvel selskabet selv (under konkurs), den rådgivende bank som de statsautoriserede revisorer, der havde afgivet erklæring, erstatningsansvarlige over for to private investorer. Sagen blev anket til Højesteret, og der blev samtidig rejst yderligere krav fra en række professionelle investorer. Ved Højesterets dom i U 2002.2067 blev den

Ved udbud af aktier til offentligheden eller ved optagelse til handel på et reguleret marked – i Danmark på Børsens hovedmarked – er der som nævnt kun prospektpligt, hvis den samlede værdi af udbuddet er over 8 mio. euro, jf. Kapitalmarkedslovens § 10. For notering på First North gælder Nasdaqs Rulebook. Selskabet har offentliggjort en selskabsbeskrivelse eller et prospekt efter reglerne i Nasdaqs Rulebook punkt 3.

Prospekter, der er pligtmæssige efter prospektforordningen, skal godkendes af Finanstilsynet.

Der gælder ikke specielle regler om kursfastsættelse på de aktier, der udbydes i forbindelse med børsemissioner. Selskabet kan vælge den metode, som skønnes at føre til det højeste øjeblikkelige provenu, men vil også tage hensyn til, at kursten kan holde over en lidt længere periode, således at markedet ikke skuffes. For at opnå den bedst mulige kurs for aktier, der tegnes på borsmarkedet, anvendes ofte i stedet for en fast kurs andre metoder for kursfastsættelse, hvor selskabet ikke umiddelbart skal værdiansatte aktierne. Der kan anvendes det såkaldte *rendersystem*, hvor kursten fastsættes ved, at investorerne tilbyder den kurs, hvortil de er villige til at tegne aktier over en fast minimumskurs. Der udvikles til stadighed nye metoder til at opnå den bedst mulige kursfastsættelse. De fleste nyere børsemissioner har således anvendt »bookbuilding-systemet«, hvis idé er, at selskabet på forhånd lader udvalgte investorer – typiske institutionelle – tilkendegive, til hvilke kurser de (uforpligtende) er villige til at tegne aktier.<sup>15</sup> Først herefter fastsætter selskabet udbudskursten.

Et børsnoteret selskabs beslutninger om ændringer i aktiekapitalen skal straks meddeles Fondsbørsen. Forslag til udvidelse af selskabets kapital skal

sagsægt bank, revisorerne samt Hafnias ledelse frifundet i U 2013.107 H, Bank Trelleborg, blev banken anset ansvarlig for et mangelfuld prospekt. Se om dominene bl.a. *Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen, Jesper Lau Hansen*, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 295 f., *Michael Bernhoff* i NTS 2002:3 p. 324 f., *Schaumburg-Müller & Werlauff* i U 2002B, p. 437 f. samt *Schaumburg-Müller/Werlauff*, Børs- og Kapitalmarkedsret, 6. udg., 2019, p. 264 f. Højesteret har i Bank-Trelleborg-sagen, U 2013.1107 H, indtaget en mindre restriktiv holdning i forhold til at pålegge prospektansvar. Se om denne dom bl.a. *Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Jesper Lau Hansen*, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 299 f., *Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff* i U 2013B, p. 198 f. og *David Moalem, Henning Hedegaard Thomsen og Ted Rosenbaum* i ET 2/2013 p. 153 f. samt *Michael Philip Schmidt*, a.s.l. p. 371 f. Se om prospektansvar også *Jesper Lau Hansen*, Kapitalmarkedsloven, 2020, p. 237 f.

15. If. nærmere om fastsættelse af emissionskurser *Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen, Jesper Lau Hansen*, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 312 f. Se om garanterede emisjoner *Jon Stokholm* i U 2000B, p. 58 f. Se kritisk om bookbuilding-systemet *Per Vestergaard Andersen*, Corporate Finance, 2004, p. 448 f.

bl.a. angive, hvorvidt der tillægges aktionærerne eller andre fortegningerne, eller om forhøjelsen udbydes i fri tegning til offentligheden. Der skal i meddelelsen gives detaljerede oplysninger om emissionen og dens vilkår til Borsen, se nærmere Nasdaq Copenhagens Main Market Rulebook punkt 2.17. Disse regler supplerer selskabslovens regler om kapitalforhøjelser og reglement om prospektpligt og indholdet heri i kapitalmarkedsloven og prospektforordningen.

### 7.2.3. Konvertering

Forhøjelsen kan ske ved, at nye kapitalandele indbetales ved konvertering af gæld til aktiekapital, jf. selskabslovens § 161. Konvertering betyder, at fordringer ombyttes med kapitalandele. På regnskabet flyttes en passivpost fra gæld til egenkapital. Forholdet mellem gæld og egenkapital forbedres derved.

Det centrale ledelsesorgan skal redegøre for konverteringens baggrund, herunder årsagen til og tidspunktet for stiftelsen af den gæld, der konverteres, og for grunden til forslaget om konvertering, jf. § 161, stk. 2. Hvis gælden er opstillet ved overdragelser til selskabet, kan forhøjelsen ikke ske ved konvertering, men må gennemføres under lagtagelse af reglerne om apportindskud, såfremt kapitalforhøjelsen er aftalt eller forudsat ved overdragelsen, jf. foran under 7.2.1.<sup>16</sup>

Konverteringer anvendes hyppigt som led i en rekonstruktion. Den gæld, der er tale om at konvertere, vil ofte ikke kunne betales. Ved konverteringen forbedres selskabets soliditet, og hvis den konverterede fordring er rentebærende, mindskes selskabets rentebyrde. Kreditorernes valg står mellem at konstattere et tab eller konvertere i håb om, at de modtagne aktier på et senere tidspunkt vil blive pengene værd. Det selskabsretlige problem er, at man kan hævde, at en konvertering til en kurs, der ligger over fordringernes reelle værdi, er udtryk for en kunstig oppustning af selskabets kapitalgrundlag.<sup>17</sup> Selv om både herskende teori og registerpraksis under AL 1973 satte sig ud over et paritetskrav, der ville forhindre mange rekonstruktioner, lå der fortsat et problem i den tidligere affattelse af § 33, stk. 1, som henviste til reglerne

16. Et nemmendt problem kan forekomme, såfremt der gennemføres en kapitalforhøjelse, således at (visse) kreditorer indbetalter forhøjelsen kontant, men, straks efter at forhøjelsen er gennemført, modtager det indskudte beløb tilbage som betaling af gælden. Er en sådan fremgangsmåde aftalt på forhånd, er der selskabsretligt tale om konvertering, jf. herved også Werlauff i U 1994B, p. 11 f. Sml. hertil Ørgaard i U 1994B, p. 211 og igen Werlauff, i U 1994B, p. 405 f.
17. Jf. herved overvejelserne i betenkning 1964 p. 100 f. og Gomard, Aktieselskabsret, 1970, p. 151 f.

om apportindskud. Denne henvisning er imidlertid udgået, og problemet blev elimineret i forarbejderne til aktieselskabsloven, hvor det anføres, at konverteringen må anses som ligestillet med kontantforhøjelse og (derfor) ikke omfattes af reglerne om apportindskud.<sup>18</sup> Erhvervstyrelsen har siden fulgt den praksis, at der kan konverteres til parikurs.<sup>19</sup> Det anførte betyder dog kun, at konverteringen ikke i sig selv er ulovlig. Bestyrelsen er ansvarlig for, at konverteringen er forsvarlig, selv om selskabsloven ikke udtrykkeligt kræver, at ledelsen særligt skal udtales sig om forsvarligheden. Ledelsen skal efter § 161, stk. 2, kun udtales sig om årsagen til og tidspunktet for gældsstiftelse og for grundene til forslaget om konvertering, f.eks. at dette sker med henblik på gennemførelse en rekonstruktion. I aktieselskaber skal redegørelsen og eventuelle yderligere udarbejdede dokumenter gøres tilgængelige for aktionærerne, jf. SL § 161, stk. 3. Hvis selskabet fortsætter sin virksomhed på baggrund af en rekonstruktion, som omfatter en konvertering, uden at der er mulighed for, at selskabet kan overleve, kan bestyrelsen pådrage sig erstatningsansvar over for såvel de konverterende kreditorer som senere tilkommende kreditorer for den uforsvarlige rekonstruktion, jf. nedenfor i kapitel 14. Et ansvar efter almindelige erstatningsregler kan principielt også tenkes for kreditorer, som via en konvertering medvirker til en tabsgivende rekonstruktion.

Aktieselskabsloven krevede oprindelig en særlig revisorudtalelse om konverteringens forsvarlighed. Denne udtalelse blev senere afsvækket til alene at angå regnskabsmæssige konsekvenser af konverteringen. Nu er kravet om afgivelse af en revisorerklæring ved konvertering ophævet. Der gælder dog stadig et krav om, at konverteringen skal være forsvarlig efter de almindelige regler i selskabsloven, herunder kravet om forsvarligt kapitalberedskab i SL § 115. Selskabets bestyrelse kan således blive erstatningsansvarlig, hvis en konvertering har muliggjort, at selskabet kan fortsætte sin aktivitet ud over det såkaldte »håbeshedstidspunkt«, jf. herom nedenfor i kap. 14.1.3.4.

18. Jf. således *Skov Knudsen* i U 1974B, p. 377 f.
19. At der selskabsretligt kan konverteres til parikurs, medfører ikke uden videre, at dette også godkendes skattemæssigt, hvilket ellers ville kunne give anledning til fradrag i forbindelse med afstøtelse af aktierne i selskabet, jf. f.eks. U 1977.664 H, hvor den skattemæssige anskaffelsessum for aktierne blev fastsat til kursværdien af det konverterede tilgodehavende. Princippet om værdiansættelse til kursværdi førte til en praksis, hvor kapitalforhøjelse blev tilrettelagt som et kontantindskud, således at provenuet blev anvendt til at indfri aktionærens fordring. Formålet var at sage et ikke-fradragberettiget kurstab omdannet til et evt. fradragberettiget tab. Til imødetagelse af en sådan trafik er der indsat særlige regler i ABL § 28, jf. herom nærmere *Aage Michelsen m.fl.*, Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 1129 f.

En konvertering vil medføre, at de hidtidige kapitalejere bliver u/valgt, dvs. får deres relative andel af selskabskapitalen/stemmerne formindsket. Hvis det nødvendige flertal efter SL § 161 – vedtægtsflertal – foreligger, kan de resterende aktionærer ikke modsette sig konverteringen. De kan heller ikke kræve fortegningsret, idet fortegningsretten kun gælder ved kontantforhøjelser, jf. SL § 162 og nedenfor i punkt 7.2.5. De fordringshavere, der bliver bedt om at konvertere, vil tværtimod ofte betinge sig, at kapitalejerne går med til at nedskrive den nuværende kapital ud fra synspunktet, at kapitalejerne bortage et medansvar for selskabets nuværende situation.

#### 7.2.4. Fondsandele

Fondsandele er andele, som udstedes til kapitalejerne, uden at udstedelsen modsvares af indbetaling.<sup>20</sup> Udstedelsen gennemføres som en opmønstering i selskabets balance under posten egenkapital, hvor et beløb flyttes fra en af romertalsposterne II-IV til romertalspost I, virksomhedskapital, jf. skema 1 og 2 til årsregnskabsloven.

Fondsemission tilfører ikke i sig selv kapitalejerne værdier, som de ikke ejer i forvejen. At fondsandele alligevel er attraktive – navnlig i børsnoterede selskaber – skyldes, at aktiekurserne sædvanligvis ikke falder i det omfang, der modsvarer den matematisk udregnede forringelse af aktiekurserne. Kurserne er nemlig også afhængig af det fremtidige udbytte og de almindelige forventninger til selskabet. Ofte stiger den samlede udbyttebetaling efter en fondsakciermission. Også de skattermessige forhold spiller ind.

Fra et selskabsretligt synspunkt er der ingen grund til at se negativt på fondsandele. Binding af egenkapitalen som selskabskapital repræsenterer den største sikkerhed for kreditorerne. Selskabskapitalen kan først komme til udbetaling efter en likvidation, hvor kreditorerne forlods er dækket. Selskabslovene tillader da også fondsandelsudstede i vidt omfang.

Bestemmelsen om fondsandele i selskabslovens SL § 165 knytter sig til årsregnskabsloven. Selskabet kan udstede fondsandele ved til selskabskapitalen at overføre beløb, som i selskabets seneste årsrapport er opført som 1) overskørt overskud, 2) reserver med undtagelse af reserve i henhold til ÅRL §§ 35 a og 35 b. Herudover kan der anvendes 3) overskud eller frie reserver fra indeværende regnskabsår, jf. straks nedenfor.

20. Udstedelse af fondsaktier udløser ikke umiddelbart, i modsætning til udbytte, beskatning hos modtageren, jf. LL § 16 A, stk. 4 (fondsandele kaldes i denne bestemmelse friaktier og friandele), jf. her til f.eks. Aage Michelsen m.fl., Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 1030 f.

Fondsemission sker ved at udstede nye andele til kapitalejerne, uden at udstedelsen bliver modsvaret af en indbetaling. Denne fremgangsmåde stemmer overens med formuleringen af SL § 165, stk. 1, idet bestemmelserne anfører, at aktiekabet kan udstede fondsandele ved ...<sup>21</sup>. Derudover har det været den almængelige opfattelse, at fondsemission ligeledes kunne ske ved forhøjelse af aktiernes værdi, som kapitalejerne kan realisere.

Udstedelse af fondsandele sker normalt i forbindelse med den ordinære generalforsamling, men også en ekstraordinær generalforsamling kan beslutte om udstede fondsandele. I 2004 fik aktieselskaberne mulighed for at uddele ekstraordinært udbytte. I forlængelse heraf er der i SL § 165, stk. 2, hjemmel blevet frigjort i det indeværende regnskabsår. Ved uddeling af ekstraordinært udbytte skal der eventuelt laves en mellembalance, jf. SL § 183. Da fondsandele jo ikke medfører udbetaling af midler, og dermed risiko for kapitalejerne, er dette krav ikke overført til SL § 165.

Som følge af ændringer i årsregnskabsloven er klassifikationen af egenkapitalen i regnskabsskemaerne ændret. Det er primært lovens introduktion af dæsværdier til måling af flere aktiver og forpligtelser i regnskabsafslæggelsen ved tidligere, som bevirker, at egenkapitalen indeholder flere variationer af opskrivningsreserver. Lovgiver har taget konsekvensen heraf i udformningen af SL § 165, som ikke har den traditionelle opdeling i bunden og fri egenkapital. Udgangspunktet er nu *overskud*. Dette begreb er en fællesbegærelse for årets resultat og overført overskud fra tidligere år. Frem for en positiv opregning af de reserver, som kan anvendes til udstedelse af fondsandele, har lovgiver valgt at afgrænse negativt. Nu kan alle reserver, frie såvel som bindne, med undtagelse af reserve efter ARL §§ 35 a og 35 b, anvendes.<sup>22</sup> Herunder også den særlige reserve efter SL § 188, stk. 1, nr. 3, dvs. en reserve, der er skabt i forbindelse med en kapitalnedsaettelse jf. nedenfor i kap. 8.2. Herudover vil det som tidligere være muligt at anvende en eventuel reserve for overkurs ved emission.

21. Bemærkningerne til L. 170 2008-09 p. 289.

22. Under frie reserver skal henregnes reserver, der ikke ifølge vedtægter er bundet på en almindelig måde, at bindingen ikke kan fjernes ved en ny beslutning af generalforsamlingen. Det betyder, at alle vedtægtsbundne reserver er omfattet, modmindre tredjemands koncern ret på vedtægtsbestemmelserne.

En øget anvendelse af den værdibaserede regnskabsmodel bevirket, at årsrapporten i større udstrekning end tidligere fokuserer på balanceens løbende værdireguleringer. Af særlig selskabsretlig interesse er selskabernes mulighed for at disponere over disse værdireguleringer, herunder anvendelse til fondsemisioner. Det fremgår ikke længere af årsregnskabslovens opskrivningsbestemmelser, at opskrivninger kan anvendes til fondsemision. Dette følger således kun af SL § 165. De opskrivninger, som efter årsregnskabsloven kan anvendes til fondsemision, er opskrivninger af materielle anlægsaktiver, kapitalandele i datterselskaber eller associerede selskaber, jf. ARL § 41, omsætningsaktiver, jf. ARL § 46, jf. §§ 37 og 38, værdireguleringer af kapitalandele opgjort til indre værdi, jf. ARL § 43 a, og værdireguleringer af investeringsejendomme og biologiske aktiver, jf. ARL § 38.<sup>23</sup>

Udstedelse af fondsaktier må ske ligeligt til alle kapitalejere, jf. den almindelige lighedsgrundsetning. Der kan ikke fraviges fra dette princip, ligesom ved fortettingsretten jf. straks nedenfor.<sup>24</sup> Det antages dog, at der kan udstedes fondsandele til medarbejderne med almindeligt vedtægtsmæssigt flertal, jf. nedenfor om fortettingsretten.

Registrering eller anmeldelse af forhøjelsen skal ske inden 12 måneder efter beslutningen, ellers bortfalder beslutningen, jf. § 165, stk. 5.

En realisering af opskrevne aktiver til den opskrevne værdi vil ofte udlese beskatning hos selskabet. Sådanne latente skatter eller eventuaskatter må tages i betragtning ved fondsaktiendstedselse, renses for udskudt skat eller eventuaskat, således at der kun udstedes fondsaktier for restbeløbet.

### 7.2.5. Fortettingsretten

Selskabets kapitalejere har fortettingsret ved enhver kontant kapitalforhøjelse, jf. SL § 162.

Den til AL § 30 svarende bestemmelse om fortettingsret i anpartselskabsloven blev ophævet ved Apl. 1996. Det medførte tvivl om retstilstanden i anpartselskaber. Med den nuværende regel i SL § 162 er reglerne ens i aktieselskaber og anpartselskaber.

Fortettingsretten vil ofte blive udnyttet, men ønsker kapitalejeren ikke dette, kan tegningsretten afhændes. Kapitalejeren har krav på at få del i en økonomisk fordel ved en emission, også selv om han måtte besidde så få an-

23. Jf. hertil nærmere Henrik Steffensen m.fl., Årsrapporten, 7. udg., 2016, p. 358 ff.

24. Jf. således Lars Bunch og Søren Carlsen, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 714, og Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krenchel, Kapitalselskaber, 5. udg., 2019, p. 346. Anderledes Schamberg-Müller og Werlauff, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 994.

dele, at han ikke på grundlag heraf kan tegne en ny andel eller få udleveret en fondandel. Tegningsretten har en kurs, og kapitalejeren kan vælge at sælge tegningsretten eller at købe supplerende tegningsret. Selskabets vedtægter kan dog bestemme, at fortægningsretten ikke kan overdrages til tredjemand jf. § 162, stk. 1. Sådanne vedtægtbestemmelser vil naturlig være relevante i anpartselskaber eller aktieselskaber med en lukket kreds af kapitalejere. Man kan spørge om vedtægtsmæssige eller aftalebaserede omsættelighedsindskrænkninger også gælder med hensyn til fortægningsretten, således at en kapitalejer ikke kan udnytte fortægningsretten ved at afhænde denne. Selskabsloven tager ikke stilling til dette spørgsmål. Situationen forekommer i praksis og kan løses ved at koncipisterne af ejeraftaler og vedtægter er opmærksomme på problemet. Uden støtte i lovtekst eller forarbejder kan man næppe antage, at det generelt kan antages, at omsættelighedsbegrensninger i vedtægterne også gælder for tegningsretten.<sup>25</sup>

Ønsker ikke alle kapitalejere at udnytte deres fortægningsret, kan man spørge, om de øvrige kapitalejere har subsidiær fortægningsret til de resterende kapitalandele. Dette er som udgangspunkt ikke tilfældet, men en subsidiær fortægningsret kan være direkte vedtægtsbestemt eller kan efter omstændighederne følge af en konkret fortolkning af vedtægtbestemmelser, hvis formål er at hindre spredning af selskabets kapitalandele.<sup>26</sup>

Bestemmelserne om fortægningsret blev ændret væsentligt i 1992. Den tidligere formulering af AL § 30 angav, at aktionærerne havde fortægningsret ved enhver kapitalforhøjelse, således også ved forhøjelser, der gennemførtes ved apportindskud eller konvertering. Denne formulering – som i sig selv var mere vidtgående, end 2. direktiv krævede – viste sig at have uheldige virkninger, idet den hindrede kapitaludvidelser i urimeligt omfang.<sup>27</sup> Det ligger således i selve situationen, hvor der foretages apportindskud eller konvertering, at der sker en fravigelse af fortægningsretten. Efter de nu gældende regler kan sådanne kapitaludvidelser normalt vedtages med vedtægtsmæssigt flertal, jf. SL § 162. Fortægningsretten er begrænset til »enhver kontant forhøjelse«. Selv om det ikke udtrykkeligt siges i § 162, følger det dog af de almindelige

25. Jf. således også *Werlauff* i U 2014B, p. 33 f. og samme Selskabsret, 11.udg., 2019, p. 381, men derimod *Søren Friis Hansen* U 2014B, p. 148 f.
26. Jf. således også *Thouber* i U 1993B, p. 362, samt *Lars Bunch* og *Søren Corfusen Whitt*, Selskabsloven 3. udg., 2018, p. 709. Sm. de norske aksjelovens § 10-4, hvorefter der er subsidiær fortægningsret, såfremt den pågældende aktionær ikke har udnyttet sin primære fortægningsret.
27. Se om kritikken af den hidtidige regel bl.a. denne bogs 3. udg., p. 125 med henvisninger.

minoritetsregler, at en emission altid skal ske *til fordel for selskabet*, således f.eks. ikke med det sigte at forrykke forholdet mellem kapitalejerne. Dette forbebold sætter visse grænser for fravigelser af fortettingsretten både ved kontantforhøjelser, jf. straks nedenfor, og i forbindelse med appor- og konverteringsforhøjelser. Ændringen i AL § 30 sightede på at legalisere sådanne rentede emissioner, dvs. kapitaludvidelser, hvor selskabet ønsker at tiltrække kapital på anden måde end ved en proportional udvidelse tegnet af de nuværende aktionærer. Det er klart, at noget sådant i mange situationer er fordelagtigt eller måske ligefrem nødvendigt for et selskab. Generalforsamlingen må have en betydelig frihed til at vurdere, hvad der er fordelagtigt eller nødvendigt for selskabet. Grænserne må bestemmes i overensstemmelse med almindelige grundsetninger og regler om generalforsamlingens kompetence og minoritetsbeskyttelse, dvs. bl.a. under hensyn til indholdet af lighedsgrundsatningen i SL § 45 samt generalklausulen i § 108, jf. også straks nedenfor vedrørende fravigelser ved kontantforhøjelser.

Selskabet kan ikke selv deltage i kapitaludvidelsen på grundlag af en egen kapitalandele, jf. SL § 205. Dette gælder dog ikke kapitaludvidelser ved fondsandele. Fondsandele tegnes ikke, men udleveres eller uddeles.

Fravigelse i fortettingsretten ved *kontantemissioner* kan kun gøres i det omfang, § 162 angiver. En fravigelse forudsætter som nævnt, at de almindelige selskabsretlige grundsetninger om minoritetsbeskyttelse og selskabsdeltagernes ligestilling respekteres. Se herom nærmere nedenfor i kapitel 12. Disse grundsetninger indebærer bl.a., at samtlige kapitalejere har ret til ligelig andel i en økonomisk fordel, udstedselen måtte repræsentere. Fortettingsretten kan således normalt ikke fraviges, hvis udvidelsen tegnes til *markedskurs*. Ved tegning til faverkurs og ved udstedselse af fondsandele kan andre end selskabets nuværende aktionærer eller afdelshavere ikke deltage, medmindre der opnås 9/10-dels flertal efter § 107, stk. 2, eller fravigelsen tiltrædes af de aktionærer eller afdelshavere, der ikke får fondsandele.<sup>28</sup> Se dog nedenfor om udstedselse af medarbejdarklæret. Tilsvarende gælder, at udvidelser ved apportindskud skal ske til markedskurs, hvis indskuddet ikke kommer fra de hidtidige kapitalejere.

I strid med minoritetsbeskyttelsesreglerne vil det normalt være, såfremt en majoritetsejer søger at udbygge sin magtstilling i selskabet ved at beslutte, at den pågældende alene kan tegne den udbudte kapital. En forøgelse af majoritetsposten kan muliggøre udnyttelse af indlesningsreglerne i SL § 70 eller

28. Jf. herved bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 285. For så vidt angåt fondsandele kan § 102, stk. 2, ikke anvendes, idet denne bestemmelse kun omfatter tegning af kapitalandele til faverkurs.

umuliggøre udnyttelse af minoritetsbefejlser, der kræver besiddelse af en bestemt kapitalandel.<sup>29</sup> Herved værte ikke sagt, at en fravigelse aldrig kan ske, således at kun nogle kapitalejere tegner udvidelsen. Dette kan ske, såfremt ordningen er nødvendig eller dog til fordel for selskabet. Det selskabsretlige problem er, at det kan være ganske vanskeligt at vurdere, om en udvidelse, som fremtræder som fordelagtig for selskabet, men som samtidig medfører ændringer i kapitalejernes indflydelse i selskabet, skal kvalificeres som en beslutning, der ligger inden for generalforsamlingsflertallets kompetence eller som et forseg på at tiltvinge sig uberettigede fordele. Det må her også tages i betragtning, at kapitaludvidelser ikke kun medfører, at selskabet får tilført ny kapital. En fravigelse af fortugningsretten medfører automatisk en forskydning i kapitalejernes indbyrdes stilling eller en udvanding af de gamle kapitalejeres position. Såvel kontantudvidelser som andre forhøjelser kan ses som strategiske midler, som influerer på magtbalanceen i selskabet. Kapitaludvidelser, som indebærer fravigelse af fortugningsret, må altid vurderes konkret i lyset af udvidelsens formål, jf. straks nedenfor.

Efter § 162 kan fravigelse af fortugningsretten ved kontantemissioner ske generelt ved vedtægtsbestemmelser eller konkret ved beslutning af generalforsamlingen i forbindelse med den enkelte forhøjelse.<sup>30</sup>

*Vedtægtsmæssige fravigelser* i fortugningsretten kan kun indføres i det i § 162, stk. 3, angivne omfang, dvs. i tilfælde, hvor der er flere klasser, og hvor opdelingen beror på forskel i stemmeret eller retten til udbytteshældning af selskabets midler. I disse tilfælde kan der tillægges kapitalejerne i de enkelte klasser forlods ret til at tegne aktier inden for deres egen klasse. Det er således en betingelse, at ingen kapitalejere i en særlig klasse ønsker at udnytte den forlods tegningsret, førend kapitalejerne i de øvrige klasser kan få adgang til at udøve deres tegningsret.<sup>31</sup> Hvor der ikke er klasseinddeling, eller hvor klasseinddeling er sket på grundlag af andre kriterier, kan fortugningsretten kun fraviges ved konkret beslutning, jf. herved U 1977.80 H.

Indsættelsen af bestemmelserne i § 162, stk. 3, om den forlodstret, der kan tildeles kapitalejerne, forudsætter, at en ordning af denne art ikke ville være geldende som deklaratorisk regel efter almindelige lighedsprincipper. Hvis derfor vedtægterne ikke siger noget om fortugningsretten, hvor der kunne

29. Jf. herved Gomard/Schnumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 225 f., og Thoubier i U 1993B, p. 361 f., 364 f.

30. JE om adgangen til fravigelse også Jesper Berning i U 1975B, p. 252 f., særlig vedrørende udstedelse af konvertible obligationer.

31. Jf. kommentarerne til L 170 p. 286.

træffes bestemmelse herom, eller hvis klassændelingen beroer på andre kriterier end de i § 162, stk. 3, nævnte, må fortettingsretten logisk skulle udøves således, at samtlige kapitalejere har fortettingsret inden for alle klasser. Det er i modstrid med, hvad en anvendelse af lighedsgrundsætningen tidligere har været antaget at føre til. Efter AL 1930 antages, at en udvidelse måtte bi beholde balanceen mellem klasserne.<sup>32</sup> En ret til forlods og ligelig tegning af andele i de klasser, hvori man har andele, forekommer at være den naturlige, oenend ikke eneste mulige, måde at opnå dette på. En konkret generalforsamlingsbeslutning kan gennemføre denne rimelige ordning.

Det forhold, at et selskabs vedtægter kan indeholde bestemte eller alle former for begrænsninger i fortettingsretten, betyder ikke, at sådanne begrænsninger ikke kan indføres i forhold til bestående kapitalejere mod almindeligt vedtægtsmæssigt flertal. Begrensninger kan derimod indføres for nye kapitalejere, der kommer til ved en kapitalforhøjelse. For de nuværende kapitalejere gælder, at hvis fravigelse sker på en måde, som medfører en forskydning i retsforholdet mellem klasserne, er den kun gyldig, såfremt den tiltrædes af mindst to tredjedele af den på generalforsamlingen repræsenterede del af den klasse, hvis retsstilling forringes, jf. SL §§ 162, stk. 6, og 107, stk. 3. Er der eksempelvis indført ret til forlods tegning af aktier i de respektive aktieklasser, eller ønskes sådanne regler indført, kræver dette tiltrædelse af to tredjedele af samtlige aktieklasser efter den nævnte regel, idet samtlige aktionærers retsstilling forringes.<sup>33</sup>

*Konkrete fravigelser fra fortettingsretten kan besluttes med flertal som til vedtægtsændring, jf. § 162, stk. 2, eller som ovenfor nævnt med flertal efter stk. 6. Fravigelse efter den almindelige regel kan ske i det omfang, fravigelsen tjenner selskabets interesse. Fortettingsretten er ikke en individualret. Som udgangspunkt må kapitalejerne således tilde den udvanding af deres andel af selskabets kapital, som bliver en konsekvens af fravigelsen, jf. straks nedenfor. Selskabet kan også fordele ved en fravigelse, eller den kan være nødvendig for selskabets udvikling eller beståen.<sup>34</sup> Hvad selskabets udvikling*

32. Jf. således Goward, Aktieselskabsret, 1970, p. 144 og Ravnberg/Søtholt/Thomsen, Anpartsselskabsloven, p. 141.

33. Jf. herved også Jan Schou Christensen, Kommentar, p. 474.

34. I praksis er det ofte nødvendigt at fravige fortettingsretten i forbindelse med kapitalforhøjelser, der gennemføres for at øget selskabets kapital efter kapitaludbetalen i SL § 119. Nye kapitalejere vil ofte betinge tegning af kapital af, at de eksisterende kapitalejere nedskriver deres kapitalandel og ikke deltager i kapitaludvidelsen. Det må antages, at fortettingsretten i sådanne tilfælde kan fraviges efter § 162, jf. nærmere nedenfor i kap. 8.3.

krever, bestemmes som udgangspunkt af generalforsamlingens flertal. Da § 162 opererer mod et krav om det samme flertal, som skal til for at gennemføre vedtægtsændringer, må der gælde en betydelig frihed for flertallet til at vurdere, hvornår en fravigelse er til gavn for selskabet, (i det mindste) svarende til de ændringer i selskabets forhold, som det kvalificerede flertal kan beslutte. To tilfældegrupper har navnlig været til diskussion i de seneste år. Den ene er den, som blev aktualiseret af den såkaldte Velund-sag. Den angik spørgsmålet, om fortugningsretten kan fraviges til fordel for en enkelt aktionær. Velund-sagen angik direkte en apportforhøjelse, og sagen gav anledning til ophevelsen af fortugningsretten ved apportforhøjelser. En apportforhøjelse, der tegnes af en enkelt kapitalejer og til markedspris, kan som udgangspunkt nu gennemføres med vedtægtsmæssigt flertal. Det samme må antages om en kontantforhøjelse, men man må dog her erindre, at der ikke som ved apportforhøjelse i selve situationen ligger en nødvendighed til at fravige fortugningsretten. Hvis ikke der kan produceres gode forretningsmæssige argumenter for, at forhøjelsen skal tegnes alene af en enkelt kapitalejer, kan fravigelsen efter omstændighederne tilsladesettes.<sup>35</sup>

Den anden situation belyses af dommen i U 1991.180 H. I denne sag ønskede en bank at gennemføre en rettet emission for at hindre en storaktionær i at overtake banken. Man kan generalisere dommen således, at den tager stilling til, hvorvidt det er acceptabelt, at et selskab, som ønsker at gennemføre defensive foranstaltninger mod *fjendtlige opkab*, benytter kapitalforhøjelsen som middel til at *udvandre* visse aktionærers aktiebesidderier. Dommen accepterede, at kapitalforhøjelser *kan* bruges på denne måde. I den konkrete sag blev det antaget, at bankens ønske om at bevare lokal tilknytning og spredning i kapitalen var et sagligt hensyn, og beslutningen om kapitaludvidelsen var derfor ikke i strid med AL § 80 (nu SL § 108). Dommens resultat stemmer med det ovenfor anførte. Det ligger inden for generalforsamlingens kompetence at bestemme selskabets karakter og udviklingsretning, og fortugningsretten bør ikke hindre dette.<sup>36</sup>

35. I tysk ret kan fortugningsretten (*Bezugsrecht*) fraviges i overensstemmelse med AktG § 186. Loven angiver ikke de materielle betingelser for, hvornår fravigelse kan ske, men det antages i litteraturen, at der skal foreligge en *saglig grund*. Heri ligger bl.a., at fravigelsen er det bedste middel til at fremme selskabets interesse. Er der således to lige gode alternativer, skal det alternativ vælges, hvor fortugningsretten ikke fraviges. Se her til f.eks. Münchener Handbuch, Band 4, p. 431 f.
36. If. herved om kapitalændringer som forsvar mod fjendtlige overtagelser Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 530 f. samt Jan Schans Christensen, Ledelse og aktionærer, p. 110 f.

En emissons ret kan være rettet mod enkelte kapital ejere eller mod andre. Det kan således være fordelagtigt eller nødvendigt for selskabet at tilbyde nye kapital ejere en fortinnsættelse ved at udvide med en ny klasse, der har fortinnsættet med hensyn til stemmer eller økonomisk stilling (forlovsret til udbytte/fortinnsættelse ved likvidation). En fravigelse af fortinnsættelserne kan også i disse tilfælde ske efter reglen i § 162, dvs. som udgangspunkt med vedtægtsmæssigt flertal.

En speciel lov hjemmet fravigelse af fortinnsættelserne gælder til fordel for selskabets medarbejdere. SL § 162, stk. 4, bestemmer herom, at generalforsamlingen med flertal som til vedtægtsændring kan træffe beslutning om udstedelse af kapitalandele til medarbejdere i selskabet eller dets datterselskaber. Med samme flertal kan generalforsamlingen fastsætte tegningskursen for disse andele. Tegningskursen kan fastsættes til en favoratkurs. Medarbejderne kan også tilliges ret til fondsandele (kurs 0). I forbindelse med den skattemæssigt lempelige behandling af kursgevinsten er udstedelse af medarbejderaktier blevet almindelig i mange større selskaber. Se om medarbejdere og selskabet nærmere nedenfor i kapitel 10.

### 7.3. Mellemformer

#### 7.3.1. Konvertible gældsbreve

AL § 41 karakteriserede de konvertible gældsbreve som »obligationer eller andre gældsbreve, der giver långiveren ret til at konvertere sin fordring til aktier i selskabet.<sup>37</sup> SL § 167 indeholder ikke en definition, men bygger uden tvivl på den hidtidige. Der må forelægge en fordring, som efter fordringshavrens valg enten kan kreves betalt ved forfalstid eller på dette eller et andet tidspunkt kan kreves ombyttet med kapitalandele.<sup>38</sup>

37. Se om konvertible obligationer Jesper Berning i U 1975B, p. 245 ff. og U 1976B, p. 42 f., *I.A. Stabel* i U 1976B, p. 16 f. og 53 f. *F. T. Ambjørn* i RR 1977 p. 64 f., Borgström, Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer, Stockholm 1970, og Niels Madsen i TIR 1976 p. 198 f., jf. samme, Aktiebolagens finansieringsformer, Stockholm 1977. Offentlige emissioner af konvertible obligationer har ikke slæbt an i Danmark i større omfang. Derimod anvendes konvertible obligationer i et vist omfang som led i incitamentsprogrammer, jf. således Jørgen Boe i NTS 1999-4 p. 70 f. samt nedenfor vedrørende optioner. H. herved også Jørgen Boe, Claus Juul Hansen og Jens Lund Mosebek, Direktarkontrakten, 9. udg., 2020. Bogens bilag A indeholder et eksempel på et konvertibel gældsbrev.
38. Har selskabets ret til at indføre fordringen efter selskabets valg eller er långiver forpligtet til at konvertere, er der ikke tale om en konvertibel obligation i lovens forstand.

Der kan udstedes konvertible gældsbreve både i aktieselskaber og i anpartselskaber. Udstedelse af konvertible obligationer kan både ske i forbindelse med en egenstig emission af obligationer på markedet og ved indgåelse af en konkret aftale med en bestemt långiver. Mens det første som nævnt ikke ses så hyppigt, anvendes det sidste ganske ofte bl.a. i forbindelse med venture kapital, som en del af et incitamentsprogram eller i forbindelse med en rekonstruktion af selskabet.

Kompetencen til lånets optagelse ligger hos generalforsamlingen. Udstedelsen kræver vedtægtsændring og dermed flertal efter § 106. Generalforsamlingen må træffe beslutning om det enkelte låns optagelse og de generelle vilkår herfor. Den behøver ikke at fastsætte vilkårene i detaljer, men kan overlade dette til det centrale ledelsesorgan. Der skal gives bemyndigelse til at gennemføre låneoptagelsen, herunder den vedtægtsmæssige benytelse af kapitalforhøjelsen efter ombytningen, jf. §§ 155, stk. 2, og 159. Generalforsamlingen kan efter samme regler som ved kapitalforhøjelser give en stående bemyndigelse til at optage konvertible lån, jf. SL 155, stk. 2.

Generalforsamlingen skal fastsætte de nærmere lånevilkår og regler for ombytningen, jf. § 167, stk. 2. Hertil hører navnlig bestemmelser om lånets forrentning i løbetiden, dets forfalstid, hvis det skal indfries, tiden for ombytningen og ombytningskurser. Selskabsloven bestemmer ikke, hvilke vilkår der kan eller skal fastsættes. Dette beror helt på selskabets muligheder og formålet med udstedelsen. Der vil eksempelvis være væsentlig forskel mellem en situation, hvor de konvertible gældsbreve udstedes med henblik på at opnå den billigste finansiering, og de tilfælde, hvor formålet er at indrette et aktieaflunningssystem, som på en hensigtsmæssig måde motiverer de medarbejdere, der skal eller kan benytte dette. Der er naturligvis en sammenhæng mellem de enkelte elementer i lånevilkårene og mellem disse og forventningerne til selskabets udvikling. Fastsættelsen af ombytningskurser er således afhængig af, om gevinsten skal hentes ved deltagelse i selskabets kapitalvekst i perioden eller i den løbende forrentning. I førstnævnte tilfælde kan

*Jan Schou Christensen*, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 382, note 22, anfører, at selskabet kan have et rimeligt ønske i at sikre, at den gæld, som det konvertible gældsbrev repræsenterer, kan elimineres. Virkningen af, at en låneform falder uden for definitionen, er ikke, at der ikke kan etableres et lån med de ønskede karakteristika, men alene at det ikke omfattes af reglerne i SL § 167. Lånet skal således ikke anmeldes til Erhvervstyrelsen, og ombytningen medfører ikke en automatisk kapitalforhøjelse efter samme paragraf. Som alternativ hertil kunne selskabet give bestyrelsen en bemyndigelse til at gennemføre den nødvendige kapitalforhøjelse efter reglen i SL § 155, jf. også nedenfor i punkt 7.3.3.

ombytningskurser knyttes sammen med kapitalandelens kurs (børskurserne er en beregnet aktiekurs) på långivningstidspunktet, i sidstnævnte med kurson på konverteringstidspunktet.

Så længe långiveren ikke har ombyttet sin fordring med kapitalandele, er han kreditor i selskabet. Han kan anmelde sin fordring i selskabets bo på lige fod med andre kreditorer. Den potentielle stilling som kapitalejer smitter ikke af på långiverens stilling før ombytningen. Långiveren har ingen indflydelse på selskabets dispositioner – medmindre særlige aftaler er indgået herom – og har heller ingen af de øvrige rettigheder som kapitalejer. Værdien af det konvertible gældsbrev påvirkes imidlertid i større eller mindre grad af selskabets dispositioner i låneperioden. Derfor bestemmer SL § 167, stk. 3, at generalforsamlingens beslutning tillige skal indeholde bestemmelser om långiverens retsstilling i tilfælde af mellemliggende dispositioner i form af kapitaludrindinger, herunder udstedelse af nye konvertible gældsbreve, oplossning, fusion og spaltning. De bestemmelser, der træffes, kan gå på nærmere angivne regler om ombytningskurser, tildeling af fortægningsret til obligationerne ved nye kapitaludvidelser, bestemmelser om mindstekurser ved kapitaludvidelser m.v. Også andre dispositioner end de ovennævnte kan selvagt påvirke obligationernes værdi, eksempelvis selskabets udbyttepolitik. Bestemmelser herom er ikke obligatoriske, men kan optages i lånevilkårene.

Ved beslutningen om lånet optagelse finder en række af de almindelige kapitalforhøjelsesregler tilsvarende anvendelse. Det skal således gives de samme oplysninger som ved (andre) kapitalforhøjelser, ligesom reglerne om fortægningsret oversøres, dvs. at kapitalejerne som udgangspunkt har fortægningsret ved senere kapitaludvidelser. Dette fremgik af en direkte henvisning i AL § 41, stk. 2. Henvisningerne gav anledning til en række tvivlsspørgsmål.<sup>39</sup> SL § 167, stk. 4, siger nu blot generelt, at generalforsamlingen skal tage stilling til modtagereuns retsstilling i tilfælde af kapitalforhøjelse. Det kan med almindeligt vedtagsskrift give erhververne af de konvertible gældsbreve ret til at deltage i en senere kapitalforhøjelse på lige fod med kapitalejerne, jf. herved foran i punkt 7.2.5 om rettede emissioner.

Den samlede udstedelse af konvertible obligationer var tidligere maksimeret til halvdelen af aktiekapitalen på det tidspunkt; beslutning om lånet træffes. Denne begrænsning er opphævet.

SL § 171 indeholder en bestemmelse, der supplerer det almindelige underkursforbud i SL § 31. Hvis det beløb, der er indbetalt for et gældsbrev, er

39. Se her til den udfærdige gennemgang hos Berning U 1975B, p. 250, jf. samme, Finansieringsret, 1977, p. 172 f.

mindre end det modsvarende beløb af den eller de kapitalandele, som gældsbrevet skal ombyttes mod, kan ombytning kun gennemføres, såfremt forskellen dækkes ved indbetaling eller af den del af selskabets egenkapital, som kan anvendes til udbytte. I relation til indbetaling gælder dog SL § 33 om delvis indbetaling af selskabskapitalen.

### 7.3.2. Udbyttegivende gældsbreve

Udbyttegivende gældsbreve er lånekapital. Långiverne er og forbliver kreditører i selskabet. Ligheden med egenkapital består i, at forrentningen er knyttet sammen med selskabets drift, således at renten helt eller delvis er afhængig enten af det *udbytte*, selskabets aktier afkaster, eller af årets overskud.

Selskabsloven indeholder ikke begrænsninger i omfanget af udbyttegivende gældsbreve eller nærmere bestemmelser om deres indhold. SL § 178 bestemmer alene, at det er et generalforsamlingsanliggende at træffe beslutningen om lånet. Beslutningen kan tages med simpelt flertal. Generalforsamlingen kan give bestyrelsen be myndigelse til at optage sådanne lån i femårs perioder.

Optagelse af lån med atypisk indhold kan efter omstændighederne være udtryk for en til sidesættelse af mindretalsaktionærernes interesser. Beskyttelsen herimod må søges i de almindelige minoritetsbeskyttelsesregler.

### 7.3.3. Warrants og andre mellemformer

Aktieselskabsloven regulerede kun de to mellemformer af kapitalafværelse, konvertible obligationer og udbyttegivende gældsbreve. Optagelse af bestemmelser herom skulle som nævnt introducere disse finansieringsformer på det danske (nordiske) marked og medvirke til, at långiverens retsstilling på forhånd afdæredes. Andre mellemformer findes og udvikles til stadighed. Et selskab kan således udstede værdipapirer, som giver ejeren ret, men ikke pligt til at have kapitalandele til en bestemt pris, og uden at retten er knyttet til et gældsbrev, jf. straks nedenfor. Hvis der er tale om ret til at tegne nye kapitalandele, betegnes værdipapirerne som *warrants*. Udstedelse af warrants har fået stigende betydning i Danmark i de seneste år navnlig i forbindelse med de mere og mere udbredte *aktiebaserede incitamentsordninger*.<sup>40</sup> Ved lovaendringen

40. Der findes en righoldig litteratur om de forskellige incitamentsordninger. Debatoplägget om Aktuvt Ejerskab, 1999, 176 f. indeholder en generel redegørelse for og vurdering af »præstationsafhængig aflønning af ledelsen«. Se endvidere bl.a. *Philip Nyholm og Torsten Lodberg Smed, Aktiaflønning med finansielle instrumenter*, 2000, *Banner-Voigt og Søren Rasmussen, Aktielan*, 4. udg., 2009, *Ove Lykke Hindkilde, Mette Kapsch og Anders Lavesen (red.), Aktielønning – erfaringer, jura, regn-*

i 1992 blev der indsat bestemmelser i aktieselskabsloven om warrants, i aktieselskabsloven benævnt med det danske ord *tegningsoptioner*. Selskabslovens §§ 167-169 regulerer både konvertible gjeldsbreve og warrants. SL § 167 giver selskabet adgang til at udstede warrants, der giver ret til at tegne kapitalandele ved en senere kapitalforhøjelse. § 167 omhandler den situation, hvor generalforsamlingen umiddelbart træffer beslutning om udstedelse af tegningsoptioner. Efter § 155, stk. 2, kan generalforsamlingen i stedet vælge at give det centrale ledelsesorgan bemyndigelse til senere (inden for 5 år) at træffe beslutning om udstedelse af tegningsoptioner og til at gennemføre den dertil hørende kapitalforhøjelse. Indholdet af bestemmelserne svarer i øvrigt til reglerne om udstedelse af konvertible obligationer, idet bestemmelserne ikke indeholder bestemte forskrifter om optionernes indhold, men blot kræver, at der i forbindelse med udstedelsen tages stilling til optionernes og indehaverernes retsstilling i forbindelse med senere kapitalændringer, selskabets oplosning, fusion og spaltning m.v.

Et selskab (eller enhver anden) kan også udstede *købsoptioner*, der indeholder en ret til at købe aktier, der allerede er udstedt til en på forhånd fastsat kurs (*exerciseprisen*). Sådanne optioner er uomtalt i selskabsloven. Beslutningen om at udstede optioner kræver ikke generalforsamlingsbeslutning. Beslutningen, såvel som den konkrete fastlæggelse af optionens betingelser, kan tages af selskabets ledelse. Bl.a. af denne årsag anvendes optionsordninger ofte, når der tilrettelægges en ordning med aktieaflenning.<sup>41</sup> Optionsordninger kan naturligvis anvendes i alle selskaber. I børsnoterede selskaber kan

skab, værdi og skat, 2. udg., 2005, og Jørgen Boe, Claus Juul Hansen og Jens Lund Moibæk, Direktiekontrakten, 9. udg., 2020.

41. De aktier, som selskabet forpligter sig til at sælge, kan selskabet vælge at købe som egne aktier i forbindelse med udstedelsen eller senere. Herved afdækkes selskabets risiko helt eller delvis. Det kan også (blot) aftales differenceafregning, således at indehaveren af optionen får udbetalt forskellen mellem aktiernes dagskurs og exercisekursen. Regler om aktieoptioner, der tilbydes lønmodtagere som led i ansættelsesforhold, findes i aktieoptionsloven, som senest endret ved lov nr. 1524 af 18. december 2018. Loven ænder den tidligere lov fra 2004. Ändringsloven udvider mulighederne for at indgå aftaler op om optionsordninger. Begrensningerne i forhold til, hvad det er muligt at aftale i forbindelse med lønmodtagerens fratredelse, ophører, og som led i en optionsordning kan det aftales, at aktier kan tilbagekøbes til markedspris, jf. lovens § 4. Reglen er præceptiv. Det kan således ikke aftales, at arbejdsgiveren kan tilbagekøbe aktier under markedsprisen ved fratredelse. Loven træde i kraft 1. januar 2019. Eksisterende ordninger berøres ikke af loven. Se i det hele om aktieoptionsloven Jonas Blegvad Jensen og Claus Juul Hansen, Aktieoptionsloven med kommentarer, 2019.

exercisekursen hele tiden sammenlignes med udviklingen i borskursen, hvorefter incitamentet bliver meget synligt.<sup>42</sup>

Andre kombinationsmuligheder kan også tankes. F.eks. kan et gjeldsbevirkede kombineres med en optionsret til nyttegning. Dette ligger tæt ved en konvertibel obligation. Udstedelsen af optionsretten i det sidstnævnte eksempel skal ske under ingtagelse af reglerne i § 167. Man kan også forestille sig en obligation med pligt, og ikke ret, til at konvertere. Sådanne obligationer kaldes i udlandet *Mandatory convertibles*.<sup>43</sup> Et af de nyere fenomener er såkaldte *fantomaktier* (syntetiske aktier). Fantomaktier er i realiteten en bonusordning, hvor størrelsen på bonusen er baseret på udviklingen i selskabets aktiekurs. Ordningen minder om tantieme, men er ikke som tantiemen knyttet til årsregnskabet, jf. nedenfor i kap. 8. Den minder om en option, fordi den knyttes til kursudviklingen, men adskiller sig herfra, fordi modtageren ikke får aktier.

Det må fremhæves, at konvertible obligationer, aktietegningsret og optioner både kan udstedes med et finansielt sigte og som led i et aktieaflønningsprogram. Der vil være en principiel forskel, når de nærmere betingelser skal fastlægges. Når der er tale om et finansielt sigte, må der tankes i kapitalstruktur/finansieringsmæssige baner. Ved aktieaflønnung er det afgørende at sege at tilrettelægge en ordning, der *virker i den rigtige retning*, dvs. indeholder motivationsfaktorer, der fjerner principiel/agentmodsatningen, jf. foran i kap. 3.

Der har været megen debat om selskabernes anvendelse af aktieoptionsprogrammer og andre former for incitamentsaflønning. Grundlæggende må kapitalejerne selv sørge for, at et incitamentsprogram er acceptabelt. Det kan imidlertid være svært at gennemskue både for kapitalejerne og – hvis selskabet er borsnoteret – for aktiemarkedet. Med henblik på at øge gennemskueligheden og sikre aktionærerindflydelse blev der i 2007 indsat en ny bestemmelse i aktieselskabsloven – AL § 69 b. Reglen er videreført som SL § 139. Reglen er ændret og udvidet i forbindelse med vedtagelsen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv i 2019. Et hovedelement i ændringerne er, at borselskaber skal udarbejde og offentliggøre en politik for aflønning af ledelsesmedlemmer, som fastsætter rammen for fast og variabel aflønning af ledelsesmedlemmer, samt aflægge og offentliggøre en vederlagsrapport. Reglene

42. Jf. herom Steen Thomsen i NTS 1999:4 p. 70 f.

43. Jf. herom og om andre hybridinstrumenter Hans Wibom og Christoffer Söder i Stockholm Centre for Commercial Laws publikation »Nyemissioner av aktier», 2004, p. 124 f. Se om såkaldte SARs (Stock Appreciation Rights) Lotte Witt, Pinar Gökoen & Christina Lund i NTS 2010:1 p. 87 f. SARs er i modsætning til warrants en ret til et aktieafkast og ikke til at tegne eller købe aktier.

står nu i SL § 139 (som ændret) og i §§ 139 a og b. Efter § 139 skal det øverste ledelsesorgan i børsselskaber udarbejde en vederlagspolitik for ledelsen, medlemmerne. Vederlagspolitikken skal vedtages på generalforsamlingen. Det samme skal væsentlige ændringer. Vederlagspolitikken skal mindst godkendes af generalforsamlingen hvert fjerde år og skal offentliggøres på selskabets hjemmeside.

SL § 139 b indeholder detaljerede regler om indholdet i selskabets vederlagsrapport. Rapporten skal redegøre for hvert enkelt ledelsesmedlems afdeling og komponenterne heri, herunder brugen af aktieoptioner og fordelingen mellem faste og variable afdelingselementer.<sup>44</sup>

Finansielle virksomheder er undergivet de særlige regler i lov om finansiel virksomhed § §§ 77a og følgende. Pengeinstitutter, der er aktieselskaber, er dermed undergivet reglerne i selskabsloven og i lov om finansiel virksomhed. De sidstnævnte har som lex specialis forrang frem for selskabslovens regler.

Hyppigt anvendt, navnlig i pengeinstitutter,<sup>45</sup> er *ansvarlig lånekapital*, hvorved forstås lånekapital, som i tilfælde af konkurs står tilbage for de øvrige kreditorer, men dækkes forud for kapitalejerne.<sup>46</sup> Ansvarlig lånekapital anvendes i øvrigt f.eks. som finansieringskilde (private placement, venturekapital) i et selskabs udviklingsfase og i forbindelse med rekonstruktioner, hvor ny kapital evt. kan tilføres som ansvarlige lån, eller hvor nuværende kreditorer afgiver en tilbagetrædelseserklaering, for at en rekonstruktion kan lykkes, jf. nedenfor i kap. 8.

Bortset fra de særlige bestemmelser vedrørende pengeinstitutter afganger vilkårene for de ansvarlige lån af låneaftalet. Se fra seneste praksis

44. Se om implementeringen af aktionærrettighedsfunktivet, herunder om vederlagspolitikken m.v. Mikael Philip Schmidt, Louise Celia Korpela og Philip H. Jørsboe, NTS 2019:1 p. 11 ff. og Casper Rose og Peer Schaumburg-Müller i RR 2019 nr. 1 p. 48 f., 2019 nr. 3 p. 32 f. og 2019 nr. 6 p. 48 f. og om afdeling af ledelse nærmere nedenfor i kap. 9.
45. Anvendelsen i pengeinstitutene havde nævng sammentræng med bestemmelser i den tidligere bank- og sparekasselov §§ 21 og 22, nu lov om finansiel virksomhed § 124, hvorefter sådanne lån kan medregnes i beregningen af pengeinstitutternes udsvensbebov. Pengeinstitutters anvendelse af disse låneformer har i Danmark været noget i miskredit siden sammenbruddene af Himmerlandsbanken og Vande Bank. For disse sammenbrud og den senere internationale finanskrisen havde almindelige bankkunder næppe forestilling om, at bankindestilender var forbundet med risiko.
46. Jf. herum Jøkhell i TIR 1967 p. 122, se også Kobbermaget i Festschrift til Botum p. 230 f. Om ansvarlig lånekapital generelt Lars Hedegaard Kristensen, Studier i erhvervsfinansieringset, 2003, p. 407 ff., og Lyngé Andersen & Werlang, Kreditretten, 6. udg., 2014, p. 124. Se også Henrik Kurz, Finansieringsret, 2015, p. 411 ff., om optagelse af efterstillet lån.

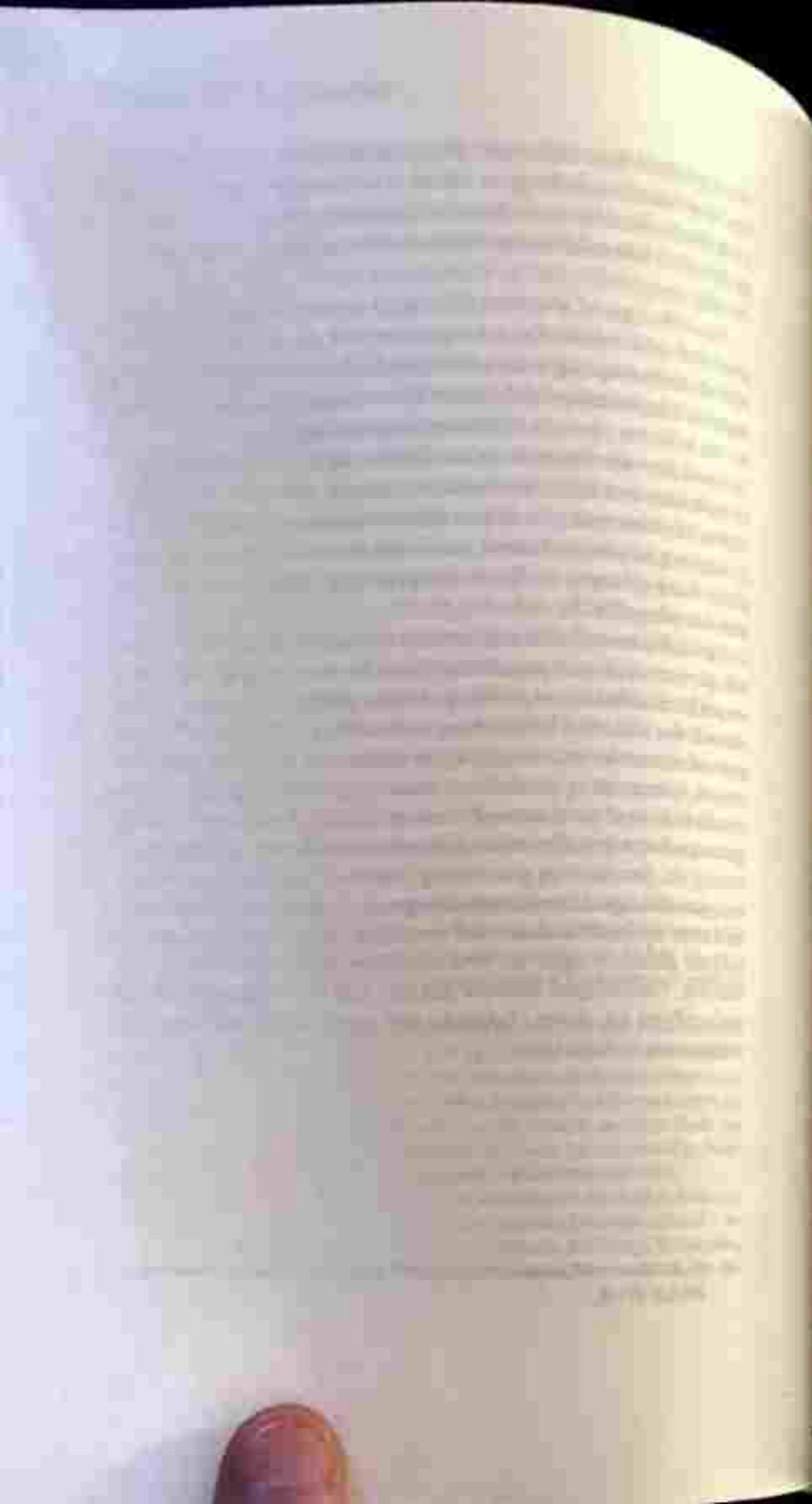
I 2011.963 H, hvor angivelsen i Årsregnskabet af et lån som ansvarligt ansås at indebære, at der var givet selskabets kreditorer et lofte om, at der var ydet et efterstillet lån, som udestod indtil videre. Indfrielsen af det ansvarlige lån på et tidspunkt, hvor selskabet var i vanskeligheder, ansås som uret-mæssig.

Retsvirkningen af, at ansvarlig lånekapital og andre finansieringsformer er uomtalt i selskabsloven, er, at kompetencen til at anvende dem må afgøres efter de almindelige regler om selskabets ledelse, og at lånenes betingelser og størrelse kan forhandles og fastsættes frit med respekt af de almindelige regler om ledelsens materielle beføjelser, jf. nedenfor i kap. 9.

En af de nyere former for selskabsfinansiering er udstedelse af erhvervsobligationer, også kaldet virksomhedsobligationer. Især store og solide selskaber kan have nytte af at udstede sådanne obligationer. Folketinget har ved en ændring af Lov om finansiel virksomhed m.v. vedtaget regler, der sigter på at fremme brugen af virksomhedsobligationer. Reglerne har hidtil ikke haft den store effekt.<sup>47</sup>

En omdiskuteret finansieringsmetode er såkaldt »securitisering». Kort fortalt går den ud på, at et pengeinstitut eller andre samler nogle af sine udlån i en pakke. Derefter skæres pakken op i bidder og sælges til investorer. EU har udstedt den såkaldte STS-forordning, jf. Forordning (EU) 2017/2402 om en general ramme for securitisering og om oprettelse af en specifik ramme for simpel, transparent og standardiseret securitisering. Forordningens mere præcise definition af securitisering findes i art. 2, stk. 1. Forordningen opstiller garantier for, at de institutter, der gennemfører securitisering, gør dette på forsvarlig vis. Securitisering giver mening i forhold til låntagende virksomheder ved, som det siges i forordningens betragtning (4), at »slå bro mellem kreditinstitutter og kapitalmarkeder med en indirekte fordel for virksomheder og borgere gennem billigere lån, virksomhedsfinansiering, realkreditlån og kreditkort». Forordningens tilblivelse skal ses i lyset af den påpasselighed, der nødvendigvis må udvises i forbindelse med anvendelsen af securitisering, jf. erfaringerne fra finanskrisen.

47. Se om erhvervsobligationer (virksomhedsobligationer) Henrik Kure, Finansieringsret, 2015, p. 371 ff.



## Beskyttelsen af selskabets kapital

### 8.1. Indledning

Reglerne om stiftelse og om kapitalforhøjelse skal sikre, at der stilles reel kapital til rådighed for selskabet. Denne kapital udgør selskabets kreditgrundlag. Selskabsloven værner om dette efter bedste evne. Midtvejs heri har ændret sig over tid. Mens selskabslovene tidligere indeholdt en række restriktioner, der begrænsede mulighederne for at fåre midler ud af selskaberne, er selskabslovens grundholdning, at der skal være frihed til at indrette selskabernes kapitalstruktur. Tidligere restriktive regler, navnlig reglerne om egne aktier og anparter, reglerne om selvfinansiering og senest reglerne om kapitalejerlån, er lempet. Til gengæld understreger såvel selskabsloven som forarbejderne mange steder ledelsens ansvar for at forvalte selskabet på forsvarlig vis.<sup>1</sup>

Selskabskapitalen kan forsvinde på to måder: Selskabet kan give underskud, eller selskabsdeltagerne kan tage kapitalen ud af selskabet igen.

Loven kan naturligvis ikke hindre, at selskabet giver underskud. Det er imidlertid et grundleggende princip, at kapitalejerne ikke kan tvinges til at indskyde yderligere kapital, jf. således SL § 107, stk. 1. Der kan derimod opstilles regler, som forsøger at hindre, at et selskab fortsætter sin virksomhed ud over en vis grænse til skade for kreditorerne. Regler af denne type er kapitalabsreglerne i SL § 119. Kapitalabsreglerne suppleres af de almindelige regler om ledelsens ansvar, jf. nedenfor i kap. 14.

I forhold til selskabsdeltagerne gælder, at den en gang indbetalte kapital kun kan tages ud af selskabet igen på en af de måder, som selskabsloven autoriserer, dvs. som udbytte, ved kapitalnedsættelse eller ved likvidation, jf. SL § 179. Hver for sig indeholder reglerne om udbetalinger fra selskabet kla-

1. Sm. herved også foran i kap. 4.1, bl.a. om det ændrede kapitaldirektiv og om mulighederne for at udvikle et alternativt kapitalregime med inspiration i den amerikanske retsudvikling med hensyn til kreditorbeskyttelse.

stør, som forhindrer, at kreditorenes interesser tilsideeslettes. Selskabsbeskyttelse kan imidlertid alternativt foretage en nække transaktioner, hvis reelle indhold er, at der udbetales penge til ejerne. Selskabsloven begrænser mulig, bedørne for at foretage visse dispositioner, som reelt har samme virkning som kapitaludtagning. Dette gælder navnlig (men i mindre grad i forhold til tidi, gøre) vedvarende erhvervelse af egne aktier/anpartier og vedvarende økonomisk bistand til kapitalejere m.v.

Systematisk har de forskellige regler vedrørende afgang af selskabets kapital et fælles sigte. Dette har ført til, at disse regler i denne og i en nække andre nordiske fremstillinger<sup>2</sup> behandles under den fælles overskrift kapitalbeskyttelse. Der er meget rigtigt heri. I lyset af den nyere selskabstilige udvikling bør det imidlertid fremhæves, at kapitalbeskyttelsessynspunkter er mindre dominerende som selskabstilige grundfilosofi end tidligere. Corporate governance-synsvinklen betoner ønsket om økonomisk effektivitet. De to synsvinkler kan ikke altid forenes. Kapitalbeskyttelsessynsvinklen lægger vægt på regler, som beskytter selskabets kreditorer. Effektivitetssynspunktet lægger vægt på, at selskabslovgivningen fremmer vækst i samfonden. Hertil har kapitalbeskyttelsessynspunktet haft overvægt, men balancen er ændret. Blandt de hovedprincipper, der nævnes som grundlag for ændringerne i selskabslovene i 2006, var således: »At gøre reglerne om kapitalforhold fleksible, så selskabskapitalen let kan tilpasses selskabets konkrete forhold og aktuelle situation.«<sup>3</sup> En følge af dette princip var bl.a. at nogle af de restriktive enkeltregler om kapitalbeskyttelse – mest markant reglen om kapitaltab i Apl. § 52 – blev bladt op. Kreditorhensynet varetages i stedet ved en generel understregning af ledelsens ansvar, jf. nedenfor i kap. 14. Kommissoriet for revisionen af selskabslovgivningen viderefører linjen, når der tales om at undgå overimplementering. Dene har således ført til en nække lempelser og liberalisering af selskabslovens kapitalregler, jf. nærmere i det følgende.

Ændringerne i selskabsloven i 2013 indeholdt en nække præciseringer af de gældende regler, men kun få materielle ændringer. En markant ændring er derimod ophævelsen af det absolute forbud mod kapitalejerlån i 2016, jf. herom nærmere i det følgende.

Reglerne om kapitalbeskyttelse stod spredt i aktieselskabsloven som følge af denne lovs kronologiske systematik. I selskabsloven er systematikken i ha-

2. Se f.eks. Knut Radhe/Sørg, Aktiebolagsret, 24. uppl., 2014, p. 81 f. »Skyddet för bolagets kapital» og titlen på Jan Anderssons disputats »Kapitalskyddet i aktiebolag», 1995. På engelsk »The doctrine of capital maintenance».
3. Jf. de almindelige bemærkninger til ændringslovene, lov nr. 246 af 27. marts 2006, FT 2005-06 tillæg A 1792, og ganske tilsvarende bemærkningerne til selskabsloven.

jere grad funktionelt bestemt. I overensstemmelse hermed står de i dette kapitel udtalte regler samlet i selskabslovens kapitel 11, under den neutrale overskrift *Kapitalafgang*, samt i de efterfølgende kapitler 12 om *egns kapitalafgang* og 13 om *økonomisk bistand med et kapitalselskabs egne midler*.

## 8.2. Kapitalnedsættelse

### 8.2.1. Almindelige regler

Selskabet kan beslutte at nedsætte kapitalen, jf. SL §§ 185 og følgende. Lozen angiver udtommende de formål, nedsættelsesbeleb kan anvendes til, jf. SL § 188. Nedsættelsen kan bruges til underskudsdeækning, jf. herom nedenfor under 8.2.2, den kan udbetales til kapitalejerne eller henlægges til en særlig reserve. Kapitalnedsættelse med udbetaling kan f.eks. være aktuel, hvis selskabets aktivitet indskrænkes, og kapitalen ønskes overført til aktivitet andetsteds. Et mere moderne eksempel er, at kapital tilbagebetales til kapitalejerne ud fra en shareholder value-tankegang, dvs. i tilfælde, hvor selskabet ikke kan forrente kapitalen tilfredsstillende.

Der behøver ikke at blive disponeret over et nedsættelsesbeleb umiddelbart. Nedsættelsesbeleb kan i stedet henlægges til en særlig reserve, som kan anvendes efter senere generalforsamlingsbeslutning. Selv om der måtte være et bestemt formål med henlæggelsen til en sådan reserve – f.eks. imødegåelse af et forventet tab – står en kommende generalforsamling fri med hensyn til reservens anvendelse.

Kapitalnedsættelse kan videre ske på grundlag af vedtægtsbestemmelser om *amortisation*, dvs. indløsning af kapitalandele efter bestemte regler, jf. SL § 74 og nedenfor under 8.2.3.

Kapitalnedsættelser, bortset fra amortisation, besluttes af generalforsamlingen med flertal som til vedtægtsændring, jf. SL § 186. I aktieselskaber gælder der yderligere procedurekrav, hvorefter der skal fremlægges en række dokumenter til oplysning for aktionærerne, jf. SL § 185, jf. § 156. Anpartshavere kan selv bestemme, hvilke oplysninger der skal fremlægges forud for en beslutning om kapitalnedsættelse.

Beslutning med vedtægtsmæssigt flertal forudsætter, at minoritetsreglerne ikke krænkes; navnlig at kapitalejernes indbyrdes retsstilling ikke forrykkes, jf. SL § 107. Det kan dog besluttes efter reglen om ni tiendedeles majoritet at lade selskabet indløse nogle aktionærer, jf. SL § 107, stk. 2, nr. 3. Se nærmere om denne regel nedenfor i kap. 12.3. Forrykkelse i klassernes indbyrdes stilling kan ligeledes ske efter reglen i SL § 107, stk. 3. Efter denne regel kan f.eks. en præferencekapital om nødvendigt fjernes i forbin-

delse med en rekonstruktion, som indebærer kapitalnedsettelse. En sådannet skæv, dvs. ikke forholdsmæssig, nedsettelse vil derimod i almindelighed være i strid med den selskabsretlige lighedsgrundsetning og vil således kræve samtykke af de aktionærer, hvis retstilling forringes. Disse kan enten være dem, der skal indløses, eller – hvis indløsningskursen er for godt – dem, der ikke indløses.<sup>4</sup>

Nedsættelsesbeslutningen forudsætter som yderligere garanti, at ledelsen stiller eller godkender et af andre stillet forslag om nedsettelse, hvis der skal ske udbetaling eller henlæggelse til en sterlig reserve, jf. SL § 189. Det kræves, at der efter nedsettelsen er fuld dækning for kapitalet samt de hensigtsmæssige og reserver, der er bundne i henhold til lov og vedtagter. Det understreges i SL § 179, stk. 2, at selskabets centrale ledelsesorgan er ansvarlig for, at dette krav er opfyldt. Hvis udlodning er sket, uden at minimumskapitalen reelt har været til stede, eller hvis kapitalreduktionen har muliggjort, at selskabet uforvarligt har fortsat sin virksomhed, jf. nedenfor under 8.3, kan bestyrelsen således pådrage sig selv et erstatningsretligt som et strafretligt ansvar, jf. nedenfor i kapitel 14. Udbetalingen vil derudover kunne kræves tilbage fra kapitalejerne efter reglen i SL § 194.<sup>5</sup>

Kapitalnedsettelse til de i SL § 188, stk. 1, nr. 2 og 3, nævnte formål – dvs. alle nedsettelser bortset fra nedsettelse til dækning af underskud – kræver en ikke-præklusiv indkaldelse af kreditørerne, jf. SL § 192. Kreditørerne har krav på fuldestgørelse for anmeldte, forfaldne fordringer henholdsvis betryggende sikkerhedsstillelse for de uforfaldne eller umtvistede krav, forinden kapitalnedsettelsen gennemføres.<sup>6</sup> Medlemmerne af ledelsen er ansvarlige for, at reglerne overholdes. Efter tidligere praksis krævedes en

4. Gennemførelse af en skæv kapitalnedsettelse kan dog også være praktisk i gennemgangsaktoejernes eller i forbundet med, at (ledende) medarbejdere, der også er aktionærer, forlader selskabet og i den forbundne sammenhæng deres aktier, se herved Erhvervsankens kendelse af 7. september 2004 nr. 03-147 555. Om nedsettelsen sker ligeligt eller ej, har betydning for beskrivningen af aktionærer, jf. LL §§ 16 A og 16 B. Se om de skatteresponsive fasthold vedvarende kapitalafgang ved kapitalnedsettelse, *Henrik Steffensen m.fl., Transaktioner i selskaber*, 2014, p. 280 f. H. om skæv kapitalnedsettelse også Jon Schou Christensen, *Selskabsloven*, 2012, p. 523 f. Lars Bunch og Søren Corfcazen Whitt, *Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 790 f. og Schouenburg-Müller & Werlauff, *Selskabsloven*, 3. udg., 2020, p. 1048.
5. Tilbagebetalingskravet efter § 194 er videregående end krav efter konkurslovens omstændelsesregler. Selskabslovens bestemmelser kræver ikke, at selskabet er eller gør sig insolvent ved udbetalingen, ligesom der ikke er fastsat en bestemt tidsgrænse for kravet.
6. Kravet om sikkerhedsstillelse kan ikke freviges, selv i en bank. Se Erhvervsankens kendelse af 23. december 1996 (RR 1997/6 p. 53).

erklæring fra revisor og bestyrelse om, at denne betingelse var tagtaget. En sådan erklæring kreves ikke mere.

Kapitalnedsættelsen til andre formål end dækning af underskud kan ske såvel til overkurs som til underkurs, jf. SL § 188, stk. 3, og § 189, stk. 2. Den sidste bestemmelse kodificerer en nyere ændring i Erhvervsstyrelsens praksis. Hvis en kapitalnedsættelse på 100.000 kr. med udbetaling til aktionærerne eksempelvis sker til kurs 50, indebærer dette, at 50.000 kr. udbetales til aktionærerne. De resterende 50.000 kr. overføres til selskabets frie reserver, jf. SL § 189, stk. 2.

Kapitalnedsættelse alene til dækning af underskud krever ikke indkaldelse af kreditorerne. Tidligere skulle der udarbejdes en erklæring fra en uvidig vurderingsmand om, at underskuddet på datoen for nedsættelsen mindst svarede til nedsættelsesbeløbet, således at der er sikkerhed for, at der ikke ved nedsættelsen skabes mulighed for senere udbetaling til aktionærerne. Dette krav er afskaffet og erstattet af den almindelige regel om ledelsens ansvar i SL § 179, stk. 2. Kravet om indkaldelse af kreditorene gælder i øvrigt ikke, hvis der samtidig med kapitalnedsættelsen tegnes en kapitalforhøjelse, som mindst svarer til nedsættelsesbeløbet, jf. SL § 192, stk. 2.

Kapitalnedsættelsen kan enten ske kontant eller i andre værdier. Udloddes der andre værdier, skal der udarbejdes en vurderingsberetning, der angiver, at kapitalnedsættelsen, med tillæg af eventuel overkurs, mindst svarer til den ansatte værdi af de værdier, der udloddes, jf. SL § 190.

Kapitalnedsættelsen kan gennemføres ved en nedskrivning af de enkelte kapitalandele pålydende. Eventuelle ejerbeviser bør have påtegning om nedskrivningen, jf. SL § 60, stk. 7. En nedsættelse kan også gennemføres ved (opkab og) annullation af egne kapitalandele. De begrænsninger, der i øvrigt gælder vedrørende erhvervelse af egne kapitalandele, gælder ikke, hvis erhvervelsen sker med henblik på en kapitalnedsættelse, jf. SL § 200. De almindelige nedsættelsesregler, herunder indkaldelse af kreditorene, må følges også ved annullation af egne kapitalandele, jf. også nedenfor i punkt 8.4.

Både beslutningen om kapitalnedsættelse og gennemførelsen heraf skal anmeldes til Erhvervsstyrelsen, jf. SL §§ 191 og 193. Begge anmeldelser skal ske inden for visse frister. Sker anmeldelse ikke rettidig, mister beslutningen om nedsættelse sin gyldighed, og en sket anmeldelse slettes af registret.

### 8.2.2. Nedskrivning til dækning af underskud

Underskud i et givet regnskabsår udlignes sædvanligvis ikke straks i selskabskapitalen, men overføres til næste års regnskab som en fradragspost til egenkapitalen, se skemaet for balancen V under egenkapitalen. Hvis under-

## Kapitel 8. Beskyttelsen af selskabets kapital

skuddet er en engangsforetælse, eller hvis selskabet forventer bedre resultater fremover, er det rimeligt ikke straks at angribe selskabskapitalen.

Virkningen af at have et underskud stående på regnskabet er imidlertid, at dette underskud forlods skal dækkes ind af de kommende års overskud, før der kan betales udbytte i selskabet, jf. St. § 180, stk. 2. Selskabet kan i denne situation foretrekke endeligt at afskrive underskuddet på kapitalen ved en kapitalnedsettelse. Dette kan f.eks. være indikeret, hvis selskabet tilstræber en fast udbyttopolitik, eller – selvfolgtig – hvis kapital ejerne har behov for udbytte.

Forinden underskuddet dækkes ved en kapitalnedsettelse, kan det dækkes af de frie reserver. Det erindres herved, at overkursbeløb bliver frie reserver både i aktie- og anpartsselskaber. Efter den hidtidige bestemmelse i AL § 111 a kunne også en reserve for opskrivning efter indre værdis metode anvendes til dækning af underskud. Denne bestemmelse er ikke videreført i selskabsloven.

Underskuddet kan ikke direkte dækkes af en opskrivning vedrørende anlægs- eller omsetningsaktiver efter årsregnskabslovens § 41, idet disse opskrivninger skal henlægges til en reserve for opskrivning. Denne reserve kan ikke elimineres med virksomhedens underskud, jf. årsregnskabslovens § 41, stk. 3. Efter en overførsel til selskabskapitalen ved udstedeelse af fondsandele kan opskrivningsbeløbet bruges til dækning af underskud. Der skal i så tilfælde gennemføres både en kapitalforhøjelse og en kapitalnedsættelse. Det er klart, at en sådan fremgangsmåde rummer muligheder for omgåelse af principperne om beskyttelse af selskabskapitalen. I Erhvervsstyrelsens praksis nægtes registrering af kapitalnedsettelses, hvor der ses en kombination af fondsemision på grundlag af opskrivningshenlæggelser og kapitalnedsættelse, medmindre det udelukkende er til dækning af underskud.<sup>7</sup>

7. Jf. herved Lars Bunch og Søren Corfblot Witz, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 502 f. Det anføres her generelt, at det er Erhvervsstyrelsens administrative praksis at nægte at registrere kapitalnedsettelses, hvorved ikke realiserede opskrivninger udloddes til aktionærerne, uanset at disse inden kapitalnedsættelsen er blevet overført til aktiekapitalen ved en fondsforhøjelse i overensstemmelse med lovens regler herom. Til illustration henvises til en udtalelse vedrørende en konkret disposition, som Erhvervsstyrelsen har fået forelagt. Erhvervsstyrelsens praksis understøttes af bemerkningerne til ÅRL § 41. Dette standpunkt forekommer alligevel lidt umuligt. Omgåelsesrisiko har ikke immedgået ved en generel praksis, som i realiteten ændrer lovgivningens regler. Derimod er det fuldt berettiget at nægte registrering, hvis en konkret vurdering klarer indikerer omgåelseshensigt.

Udligning af underskud bliver der tale om i selskaber, der har gjort dæbegt. Reglerne i SL § 119 om kapitaltab giver denne form for kapitalnedsettelse en særlig aktualitet. Hvis halvdelen af egenkapitalen er tabt, må kapitalen ofte retableres, jf. nærmere nedenfor under 8.3. Selskabets balance kan f.eks. se sådan ud:

Aktiver	Passiver		
700.000	Aktiekapital (indskudskapital)	400.000	
	Tab	200.000	200.000
	Gæld		500.000
			700.000

Den enkleste måde at opfylde kravet i § 119 er at nedsætte kapitalen med tabet. Så langt dette kan ske, dvs. til minimumskapitalen er nået, kan underskuddet fjernes på denne måde. Men det løser ikke altid selskabets problem. Kun det formelle og regnskabsmæssige. Ofte kræver en forsvarlig ledelse, at der gennemføres en egentlig rekonstruktion. Se om kapitaltab nærmere nedenfor i punkt 8.3.

Hvis der skal gennemføres en rekonstruktion af selskabet, hvor det får kapital tilført ved en kapitalforhøjelse, er en samtidig kapitalnedsettelse ofte en nødvendighed for at få nogen udenforstående til at tegne aktier. Nye tegnere af kapital vil ofte kræve, at de nuværende ejere påtager sig en del af selskabets tab ved at nedskrive deres kapital.

Gennemførelsen af kapitalnedsettelsen til dækning af underskud sker ved en regnskabsmæssig ompostering. Der udbetales ikke penge fra selskabet. Hvis nedsettelsen går videre end til dækning af underskud, skal regleme i § 192 anvendes, dvs. der skal ske en indkaldelse, jf. foran i punkt 8.2.1.

### 8.2.3. Amortisation

SL § 74 indeholder en særlig bestemmelse om kapitalnedsettelse ved *amortisation*, dvs. indløsning af kapitalen efter bestemte regler, en amortisationsplan, som er fastlagt i selskabets vedtægter. Planen må bl.a. angive, hvilke kapitalandele der kan kræves indløst, tidsfristen herfor og indløsningshursen. Kapitalnedsettelsen kan gennemføres af ledelsen.

Indsættelse af vedtægtsbestemmelser om amortisation kan ske ved stiftelse af selskabet eller i forbindelse med en kapitalforhøjelse for så vidt angår de nye kapitalejere. Senere gennemførelse af en vedtægtsbestemmelse om indløsning af de eksisterende kapitalejere kræver ni tiendedels flertal efter SL § 107, stk. 2, nr. 3. Indløsning kan således i visse tilfælde pålægges en kapitalejer uden hans tilslutning. Dette er en ændring i forhold til tidligere, hvor

der krævedes enighed efter den dagdende AL § 79, stk. 1, nr. 3, Om reglerne i § 107 se nærmere nedenfor i kap. 12.

Ved amortisation skal der, ligesom ved andre kapitalnedværtelser, være dækning for selskabets kapital og bundne reserver. Dette fremgik udtrykkeligt af de tidlige regler i AL § 44 a, stk. 2, men følger nu af det generelle krav om forsvarligt kapitalberedskab, jf. SL §§ 115 og 116. Bemærkningerne til § 74, jf. nedenfor, understreger ledelsens ansvar for selskabets kapitalberedskab.

Efter AL 1973 kunne amortisation altid gennemføres uden proklama. AL § 47, stk. 3, opstillede derimod tre betingelser, som alle skulle være opfyldt, før at indkaldelse kunne undlades, nemlig at kun fuldt indbetalte aktier annulleres, at aktierne er erhvervet uden vederlag eller for et vederlag, der ikke overstiger det beløb, der kan udbetales som udbytte, og at det henlegges et til de annullerede aktier pålydende svarende beløb til en særlig fond. I selskabsloven er reglerne om amortisation samlet i én paragraf, § 74. § 74, stk. 4, præciserer, hvornår kreditorene (ikke) skal indkaldes, nemlig i de tre tilfælde, som også var gældende efter aktieselskabsloven og gengivet ovenfor.

En amortisation kan iværksættes af det centrale ledelsesorgan, som også kan gennemføre de relevante vedtægtsændringer vedrørende ændringen af selskabspartnerne, jf. SL § 74, stk. 3.

Amortisationsbestemmelsen har ikke været meget anvendt. I et forsøg på at ændre dette blev bestemmelsen ændret i 1996 med tillægser i stk. 1 og stk. 3 om, at vederlaget kan ske ved udstedelse af obligationer. Meningen var at anvisse (endnu) en alternativ mellemform mellem aktiekapital og lånekapital, nemlig en kombination, hvor en investor så at sige starter med en »omvendt konvertibel obligation«, dvs. er kapitalejer i en periode, derefter indlæses ved udstedelse af obligationer, som igen indlæses af selskabet på vilkår, som fastlægges i obligationen. Denne bestemmelse er videreført som SL § 74, stk. 2.

Anwendung af amortisationsreglen kan være aktuel i flere forskellige situationer, hvor der er et behov for ansvarlig kapital i en periode. Der kan eksempelvis være tale om rekonstruktionssituationer eller situationer, hvor kapitalejeren er knyttet til selskabet som ansat eller som medlem af ledelsen, og hvor det er meningen, at den pligtede status som kapitalejer skal ophøre, såfremt tilknytningen til selskabet ophører. Tilsvarende kan amortisation også benyttes som en model for, hvorledes en investor kan komme ud af selskabet.

Bestemmelserne om amortisation anviser kun en af flere muligheder for indlæsning. Indlæsningsregler af andre typer kan indsættes i vedtægterne eller reglen i SL § 69 eller i ejeraftaler, jf. foran i kap. 5.2.4.

### 8.3. Kapitaltab – tomme selskaber

Under AL 1930 og til dels stadig under AL 1973 diskuteredes ofte problemer omkring de såkaldte *tomme selskaber*, dvs. selskaber, der har tabt deres kapital og et ophort med at drive virksomhed, men som ikke er oplost formelt.<sup>8</sup> Sagerne vedrørende *selskabstamning* viste, at problemstillingen fortsat er aktuel.<sup>9</sup> Det tomme selskab er det underskudsgivende selskabs sidste stadium, hvor aktiverne er realiseret, og pengene fordelt til kreditorerne. Hverken ejere eller kreditorer har interesse i at ofre penge på at erklareselkabet konkurs eller – forinden – gennemføre en likvidation. Selskabet vedbliver at eksistere som en tom skal.

Det selskabsretlige problem, som oprindelig blev diskuteret, bestod navnlig i, at et tomt selskab kunne overdrages til nye ejere, som kunne benytte selskabet som ramme for ny aktivitet uden at tilvejebringe det kapitalgrundlag, som stiftelsesreglerne i øvrigt tilsikrer. Dertil kom(mer) nogle skatteretlige problemer, som fremkommer ved, at selskabet starter med en underskudsstatus, og ved at de dertil svarende fordringer på selskabet opkobes samtidig med erhvervelsen af selskabet. Hvis det overtagne underskud kan fremføres til udligning af følgende års indtagt, kan der indtjenes skattefri selskabsindkomst. Der er i de senere år gennemfört stadige begrænsninger i muligheden for underskuds fremførelse. Efter SEL § 12 D, stk. 2, kan der således ikke ske underskuds fremførelse ved overdragelse af selskaber, som i det væsentlige er uden økonomisk risiko ved erhvervsmæssig aktivitet (dvs. et tomt selskab).<sup>10</sup>

Både 1964-betænkningen og 1969-betænkningen diskuterede problemerne omkring kapitaltab og specielt de tomme selskaber. 1969-betænkningen – og den mod 1973-loven – henviste problemerne til løsning gennem skattereglerne og eventuel anden særlig givning. Man ønskede ikke en regel om pligtmæssig likvidation eller rekonstruktion som den, der fandtes i svensk ret, jf. nu den svenske aktieselskabslovs 25 kap., 17 §.

8. Se vedrørende den daværende diskussion bl.a. *Gomard I*, p. 182 ff, *Pouer* i RR 1972 p. 167 ff. og *Skov Knudsen* i U 1974B, p. 377 f.

9. Jf. om selskabstamning nærmere nedenfor i kap. 8.5.4 samt kap. 14.

10. Jf. om underskuds fremførelse og begrænsningen ved tomme selskaber nærmere *Aage Michelsen m.fl.*, Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 899 f. Sml. til illustration også U 1997.842 H om køb af et selskab med henblik på udnyttelse af selskabets underskud. Dommen frifinder det rådgivende revisionsselskab for ansvar, selv om transaktionen ikke lykkedes. Se også *Henrik Peutz*, Selskabsskatteloven, 2019, bind I.

Med 1982-revisionen ændrede lovgiveren holdning. Ganske vist nødvendig, diggot 2. direktiv, art. 17, en bestemmelse, hvorefter selskaber skal overveje situationen i tilfælde af betydelige kapitaltab. Men denne regel vedrører kun aktieselskabsområdet, og det bemærkelsesværdige ved lovgændingerne var, at anpartsselskabsloven med reglen både i den oprindelige § 85 a og endnu mere i den efterfølgende Apl. § 52 var væsentligt mere restriktiv end den direktivbestemte regel i AL § 69 a. Mens ledelsen i et aktieselskab kun havde pligt til at overveje konsekvenserne af et kapitaltab, skulle et anpartsselskab enten retablere kapitalen fuldt ud eller likvidere. Baggrunden for den ændrede holdning var ikke mindst erfaringerne med anpartsselskaberne, som i et betydeligt antal har dannet ramme for virksomheder, som er gået ned, og hvor det offentlige har måttet foretage den nødvendige oprydning ved tvangsopløsning på grundlag af de formelle regler om manglende ledelse og indsendelse af årsregnskaber, jf. nærmere nedenfor i kap. 16. Det er en argumentation, der senest er gentaget i forbindelse med afskaffelsen af iværksætterselskabet i 2019, jf. form i kap. 5.4.

Med revisionen i 2006 skiftede lovgiver igen kurs. Denne revision tilsigtede som nævnt overordnet at mindske erhvervslivets byrde. Dette skete ved at opheve pligten til at retablere kapitalen respektive likvidere, således at reglerne i aktieselskabsloven og i anpartsselskabsloven herefter blev ens. Den begrundelse, der gives, er, at »En opfyldelse af reglerne om kapitaltab er en væsentlig byrde at pålægge et selskab, som i forvejen er i økonomiske vanskeligheder.« Dette er ubestrideligt sandt. Overholdelse af de tidligere kapitaltabsregler havde i de forløbne år voldt mange kvaler i mindre solide anpartsselskaber og ikke mindst hos de revisorer, der skulle afgive revisionspætninger. Efter at revisionspligten er afskaffet for smal virksomheder, jf. nedenfor i kap. 13, er revisorkontrollen tilsvarende lempet eller afskaffet. Ansvaret for at forholde sig til et kapitaltab er i disse og selvfølgelig også i alle andre tilfælde hos ledelsen. Dette understreges også i bemærkningerne til ændringerne i anpartsselskabsloven, hvor der samtidig henvises til, at erstatningsreglerne blev genindført i denne lov.

Reglen i SL § 119 om kapitaltab viderefører ændringerne fra 2006. I det omfang reglen om kapitaltab er effektiv, vil det selskabretlige problem med de tomme selskaber være løst. Et tomt selskab vil ikke uden videre kunne erhverves og danne ramme om en ny virksomhed. Den ledelse, som tiltredes i et sådant selskab, vil som sin første pligt skulle gennemføre en procedure efter reglerne i § 119. At iværksætte aktivitet i et tomt selskabs rammer – dvs. uden reelt kapitalgrundlag – må i almindelighed betragtes som uforsvarligt. Sammenlign herved foran i kap. 5.4 om iværksætterselskaber. Reglerne om kapitaltab gialdt principielt også for disse selskaber!

Det har ikke megen mening at anvende en kapitalabsregel om tab af halvdelen af selskabets egenkapital, jf. straks nedenfor, hverken i forbindelse med stiftelsen af et selskab med et indskud på 1. kr. eller på 40.000 kr. som det nu knæves i anpartsselskaber. Det gælder særligt ved iværksætterselskaber, at deres forretningsmodel er baseret på vækst og dermed ekstern finansiering. Ofte forventes at selskabet i en årrække giver underskud. Uden at der stilles særlige krav – f.eks. om at selskabet skal udarbejde en finansplan, som sandsynliggør, at selskabet er levedygtigt<sup>11</sup> – må man forstå kapitalabsreglen således, at det er legitimt at stift et (anparts-)selskab med en minimumskapital, selv om denne alene er opbrugt i forbindelse med stiftelsen. Er forventningerne til selskabets levedygtighed urealistiske, kan der blive tale om ansvar efter de generelle regler om forsvarligt kapitalgrundlag, jf. nedenfor i kap. 14.

Såfremt et selskab har tabt halvdelen af selskabets egenkapital, skal ledelsen inden seks måneder indkalde til en generalforsamling, hvor den redegør for selskabets økonomiske stilling og stiller forslag om de foranstaltninger, der bør træffes. Pligten til at tage stilling til, om selskabet er i en kapitalabs沉mation, kan ikke opfyldes ved alene at overveje spørgsmålet i forbindelse med udarbejdelse af årsregnskabet. Der er tale om en kontinuerlig forpligtelse til at følge selskabets økonomiske udvikling, jf. også nedenfor i kap. 14.

Generalforsamlingens beslutning kan spænde fra en uændret videreførelse af selskabet, over en rekonstruktion med ny tilførsel af kapital eller andet til beslutning om selskabets oplosning ved solvent likvidation eller konkurs. I anpartsselskaberne var generalforsamlingens handlefrihed efter de hidtidige regler begrænset til enten at vedtage forslag, der fører til fuld dækning af indskudskapitalen eller til oplosning af selskabet. Dette betød dog ikke, at der skulle gennemføres en sjæblikkelig rekonstruktion. Men selskabet måtte over for Erhvervsstyrelsen fremlægge dokumentation for, at ledelsesorganet havde taget stilling til kapitalabsproblemet og navnlig for, hvorledes kapitalen inden for en af styrelsen given frist kunne retableres, jf. nedenfor. SL § 199 viderefører alene pligten til at indkalde til generalforsamling. Pligten påhviler det centrale ledelsesorgan, dvs. bestyrelsen og/eller direktionen, jf. SL § 5, nr. 4.

En ændring i forhold til de tidligere regler følger af, at kun 25 pct. af den tegnede kapital behøver at være indbetalt. Den ikke-indbetalte kapital er imidlertid et tilgodehavende for selskabet, jf. ARL § 35 b, stk. 1. Det er et aktiv, som indgår i beregningen af kapitaltabet. At der således kun er indbe-

11. Se herved om nye hollandske regler foran i kap. 5.4.

talt f.eks. 25 pct. af kapitalen, betyder ikke, at der allerede er tabt 75 pct. af selskabskapitalen.

Hvis selskabet efter de nogenlunde regler vurderer, at et kapitaltab kan udlignes i et fremtidigt overskud, så selskabet med andre ord er levedygtigt, kan beslutningen gå på uændret videreførsel. Ledelsen må efter de almindelige regler vedrørende ledelsens pligter, herunder kravet om forsvarligt beredskab, jf. SL § 115 og følgende, vurdere, om selskabet kan fortsætte sin aktivitet. Bemærkningerne til § 119 understreger ledelsens ansvar i så henseende.

En rekonstruktion efter § 119 kan opfyldes på flere forskellige måder.

Man kan sondre mellem forskellige rekonstruktionsmodeller. En sondring kan gå på *intern* ktr. *ekstern* rekonstruktion. Med intern rekonstruktion menes rekonstruktion, der gennemføres af selskabet uden finansiel støtte fra personer eller grupper uden for selskabet (inklusive anpartshavere/aktionærer).

Eksempler på *intern* rekonstruktion er:

- realisation af aktiver
- retablering af kapitalen via driften
- regnskabsmæssige ændringer (metoder og vurderinger)
- kapitalnedsættelse.

*Ekstern* rekonstruktion indebærer omvendt, at der tilføres kapital til selskabet udefra. Der kan være tale om:

- kapitalforhøjelse ved indskud fra nuværende anpartshavere/aktionærer
- kapitalforhøjelse ved indskud fra andre
- andre former for kapitaltilførsel (låneformer).

Ved valget mellem disse metoder må man overveje, om der alene er tale om at løse et *formelt problem*, nemlig at selskabet er kommet i en § 119-situation, som det ønsker at bringe sig ud af, eller om der skal løses et *reelt problem*, nemlig at det er nødvendigt, at der etableres et sundt kapitalgrundlag, for at selskabet kan fortsætte.

Undertiden vil bestræbelserne være koncentreret om at bringe selskabet ud af det formelle problem. Selskabet vil så håbe og tro på, at de foranstaltninger, der træffes, også vil være tilstrækkelige til, at selskabet kan leve videre. En sådan tankegang er naturligvis helt utilstrækkelig, ikke mindst set fra et rådgiversynspunkt.

Det *formelle* hovedspørsmål er: Hvad skal der til for at bringe selskabet ud af en § 119-situation? Hvilke af de ovenfor angivne modeller er anvendelige?

Det formelle spørgsmål kan besvares således: *Der må foretages sådanne udtagninger, som regnskabsmæssigt er egnede til at fjerne tabsposten i den aktiver, at halvdelen af kapitalen er tabt.*

Realisation af aktiver vil eventuelt kunne frigøre kapital, dvs. fremkaffe likviditet. Forbedring af selskabets likviditet kan være af værdi som led i en real økonomisk kur. Den frigjorte likviditet kan eksempelvis bruges til at bringe gelden og dermed selskabets rentebyrde.

Hvis der er tale om aktiver, som ikke er nødvendige for selskabets drift, er forbedringen permanent. Er der tale om driftsaktiver, kan arrangementet genudføres ved at overgå til leasing-arrangementer (sale and lease back), men ses fordelan op over tiden gennem leasingafgiften. Det må herved også tages i betragtning, at prisen ved et sale and lease back-arrangement i realiteten kan bestemmes af selskabet selv via fastsættelsen af leasingafgiften. En kunstigt høj pris vil være egnet til at pådrage ledelsen ansvar, såfremt selskabet efterfølgende går konkurs, jf. nedenfor i kap. 14.

Under alle omstændigheder gælder, at realisation kun er anvendelig som formel lassaing på en § 119-situation, hvis der ved salget realiseres en regnskabsmæssig fortjeneste.

Det kan trenkes, at selskabet mener, at det kan *retablere kapitalen via drift*. Dette kunne i anpartsselskaber kun lade sig gøre i et vist omfang efter de tidligere regler. Den tidligere formulering af Apl. § 52 gav dog udtrykkeligt højmem til, at Erhvervsstyrelsen kunne give selskabet en frist til at dokumentere over for styrelsen, at selskabet vil kunne indtjene overskud, således at indskudskapitalen over en kortere periode vil blive retableret.

Eller de nu gældende regler er der hverken i aktieselskaberne eller i anpartsselskaberne lovmæssige begrænsninger med hensyn til de tidsmæssige muligheder for at indtjene tab gennem den fremtidige drift. Begrensningen er alene, at ledelserne må vurdere, om en videreførsel af selskabet på det givne grundlag vil være uforsvarlig i forhold til kreditorerne og dermed ansvarspligtende for ledelsen efter selskabslovens regler herom, jf. nærmere nedenfor i kap. 14.

*Regnskabsmæssige ændringer* er i et vist omfang mulige. Årsregnskabslovens princip om værdibaserede regnskaber – se herom nedenfor i kap. 13 – tillader, ja, fremmer, at urealiserede værdistigninger optræder i balancen. Selv om f.eks. opskrivninger skal hensettes til særlige reserver, kan de via omdannelse til aktiekapital danne basis for dækning af underskud, jf. foran i punkt 8.2.2. Årsregnskabsloven giver mulighed for at eliminere kapitaltab via regnskabsændringer. Det må imidlertid betones, at ændringer i regn-

skabsprincipper, opskrivning af aktiver eller aktivering af nye aktiver, som f.eks. udviklingsomkostninger, ikke bringer reel kapital til veje.<sup>12</sup> Der er foligelig alene tale om formelle forbedringer i relation til kapitaltalsreglen i selskabsloven. Lidt maliciøst kan man hævde, at kapitaltalsreglen dermed faktisk tilskynder til regnskabskostmetrik. Set i dette perspektiv er et salg af aktiver at foretrække – når det vel at mærke foretages til uafhængige parter, således at prisfastsættelsen er betryggende.

Erlvervsstyrelsen er – med rette – kritisk indstillet over for lesningsmøller, der består i regnskabsmæssige ændringer. Denne holdning kunne tidligere give sig udtryk i forbindelse med fastsættelse af frister og krav til dokumentation vedrørende selskabets fremtidsudsigter. Et godt tegn på tillid til selskabet kan være, at aktionærer eller anpartshavere, der også er kreditorer i selskabet, afgiver tilbagetrædelseserklæring i forhold til selskabets øvrige kreditorer.

Er den nominelle selskabskapital større end 400.000/40.000 kr., kan et kapitaltab reduceres eller fjernes ved en *kapitalnedstsættelse* til minimum i overensstemmelse med regleme herom. Kapitalnedstsættelsen skal efter SL § 188 ske til et af tre angivne formål. Det relevante formål er i situationen, at kapitalnedstsættelse sker til »dækning af underskud«. Når nedstsættelsen er gennemført, kan der ske en regnskabsmæssig modregning i balancen under »egenkapital« af posterne »selskabskapital« og »tab«. Det må imidlertid erindres, at kun det formelle og regnskabsmæssige problem er løst. Ikke nødvendigvis selskabets reelle økonomiske problemer. Ofte vil en forsvarlig ledelse af selskabet kræve, at der gennemføres en egentlig rekonstruktion, hvor selskabet får tilfert kapital – en ekstern rekonstruktion. Hvis der sker en sådan ekstern rekonstruktion, er en samtidig kapitalnedstsættelse ofte en nødvendighed for at få nye investorer til at tegne kapitalandele.

En simpel *kapitalforhøjelse* til parikurs kan bringe selskabet ud af en § 119-situation, idet der her til jo blot kræves, at underskudssaldoen gøres mindre end halvdelen af den tegnede kapital. Et underskud kan elimineres gennem en samtidig eller successiv gennemført kapitalforhøjelse og kapitalnedstsættelse til dækning af underskud, jf. ovenfor. Såvel kapitalforhøjelsen

12. Ansregnskabsloven indeholder i § 13, stk. 2, et krav om, at indregningsmetoder og målgrundlag ikke må ændres fra år til år (reel kontinuitet), samt et krav i § 13, stk. 1, nr. 5, om neutralitet. Om indregning af forskellige aktiver, se ARL § 33, som kræver indregning af alle erhvervede aktiver samt visse internt oparbejdede. Udviklingsprojekter kan indregnes i klasse B, jf. § 33, men skal indregnes i store virksomheder, jf. § 83.

## 8.4. Egne aktier og anparter (egne kapitalandele)

... selskabslovenes regler jævn. Gennemføres der alene en kapitalsforhøjelse, kan denne eventuelt ske til overkurs, som således kan opnå det tilsigtede resultat. Et overkursbeløb bliver til en fri reserve, som følgelig kan bruges til underskudsdekning.

Selskabssærligt kan underskuddet også fjernes ved, at kapitalejerne yder selskabet en gave. Gavebeløbet bliver en fri reserve, som kan modregnes i underskuddet.

Et nab kan elimineres helt eller delvist ved en kapitalned sættelse til minimum. Der kan dog også gennemføres en kapitalned sættelse til 0, såfremt der gennemgås tegnes og anmeldes en »forhøjelse« til minimumsbeløbet.<sup>13</sup>

Reglen i § 119 indeholder en kraftig motivation for ledelsen til at folge selskabets udvikling næje. Overholdelse af reglerne har betydning for ledelens straffærtige og erstatningsretlige ansvar. De nærmere regler herom gennemgås nedenfor i kapitel 14.

### 8.4. Egne aktier og anparter (egne kapitalandele)

#### 8.4.1. Fra forbud til liberalisering

Selskabslovenes syn på erhvervelse af egne aktier har traditionelt været domineret af hensynet til beskyttelse af kreditorerne. Erhvervelse af egne aktier og anparter vil medføre, at likviditet tages ud af selskabet og udbetales til ejere. Erhvervelsen virker efter den traditionelle opfattelse som en kapitalned sættelse uden iagttagelse af regleme herom.<sup>14</sup> Ubegrænset ret til at erhverve egne aktier og anparter vil efter denne opfattelse ophæve realiteten i selskabslovenes kapitaikrav og tillade oppustede kapitaler.

Dette grundlæggende syn fører til forbud mod, eller i det mindste viesentlige restriktioner i, selskabernes ret til at erhverve egne aktier eller anparter.

13. Såuz disse, fjernes de gamle kapitalejere, medmindre de deltager i nytagningen. De gamle kapitalejere har fortørningsret i en sådan situation, men man kan spørge, om fortørningsretten kan fraviges med 2/3-dels flertal efter SL § 162. Dette må som udgangspunkt antages, men det må erindres, at de almindelige minoritetsregler, herunder SL §§ 107 og 108, supplerer reglerne i § 162, dvs. at fravigelsen skal være sagligt begrundet, jf. fokus i kap. 7.2.5. I situationen vil et sagligt hensyn være, at fravigelsen er nødvendig for at gennemføre rekonstruktionen.

14. Se tilføjet i dansk ret allerede Carl Torp, Den Danske Selskabsret, 1919, p. 265 f., og senere f.eks. Bernhard Gomard, Aktieselskabsret, 1970, p. 165 f.; Aktieselskabsbestyrkningerne 1964, nr. 362 p. 125 og 1969, nr. 540 p. 97.

Restriktionerne kan kun lømpes, hvis det kan dokumenteres særlige grunde hertil.

Sådanne særlige grunde førte til, at Danmark, imod anbefalingerne blev i 1964- som i 1969-betænkningerne, ved aktiereformen i 1973 oprettholdt den 10-pct.s regel, som var gældende efter 1930-loven.<sup>15</sup> Betænkningernes anbefalinger om et forbud blev derimod fulgt for anpartsselskabernes vedkommende ved anpartsreformen i 1996 – endda i endnu mere restriktiv form.

Situationen for betænkningen om modernisering af selskabsretten var så, at aktieselskabslovens § 48 indeholdt en hovedregel om, at erhvervelse af op til 10 % af egne aktier – efter forudgående bemyndigelse af generalforsamlingen – var lovlig. Aktieselskabslovens §§ 48 a og 48 b indeholdt dog undtagelsesregler, dels vedrørende kravet om forudgående bemyndigelse og dels fra 10 %-begrænsningen. Anpartsselskabslovens § 51 indeholdt et absolut forbud mod at erhverve egne anparter. Begrensningerne var helt i overensstemmelse med änden i det oprindelige kapitaldirektiv 77/91/EØF, som i præamblen siger, at »der bor fastsatte fællesforskrifter med henblik på at bevare kapitalen, som udgør kreditorenes sikkerhed navnlig ... ved at begrænse et selskabs mulighed for at erhverve egne aktier«. Hvis medlemsstaterne ville forbyde erhvervelse af egne aktier, var dette i overensstemmelse med direktivet. Forbud fandtes således bl.a. i Tyskland, Sverige, Finland og Norge (se nu note 23 nedenfor). Artikelene 19-22 indeholdt muligheden for, at et medlemsland tildelte 10 %-erhvervelser, hvilket Danmark som nævnt udnyttede.

Kapitaldirektivet gælder kun for aktieselskaber. Det står dermed medlemslandene fri, hvilke regler der skal gælde i anpartsselskaber. Danmark valgte som nævnt et forbud.

Det kritiske syn på erhvervelse af egne aktier ændrede sig gradvist i løbet af 1990'erne. Med corporate governance-debutten skete der som nævnt et paradigmeskift, som bl.a. indebærer, at misretningen for selskabslovgivningen i højere grad afspejlede hensynet til økonomisk effektivitet fremfor hensynet til beskyttelse af kreditorene. På EU-plan kom denne udvikling klart til udtryk i Kommissionens Action Plan fra 2003 og efterfølgende i ændringen af kapitaldirektivet i 2006, jf. herom nedenfor i punkt 8.4.3.

15. Det henvistes bl.a. til behovet for, at et selskab kunne erhverve egne aktier i forbindelse med generationsskifte; se FT 1972-73 tilleg B sp. 2271.

#### 8.4.2. Formålene med køb og salg af egne aktier og anparte

Et hovedemne i corporate governance-debatten er selskabernes kapitalstruktur. Det nye mantra på dette område er, at selskaberne kontinuerligt bør sege at opnå en optimal kapitalstruktur.<sup>16</sup> Køb og salg af egne aktier er et af midlerne i denne proces. Køb og salg af egne aktier, uden at det er nødvendigt at gennemføre formelle kapitalændringer, udgør en fleksibel og ubureaucratisk måde til at gennemføre kapitaltilpasninger.

Opkøb svarer godt til en kapitalnedsættelse og salg af egne aktier til en kapitaludvidelse. Efter en udbredt shareholder value-tankegang – som i hvert fald var almindeligt accepteret indtil den seneste tids finanskrisse – har et selskab tilbagebetale kapital til ejerne, hvis selskabet ikke kan forrente kapitalen bedre end ejerne selv. I overensstemmelse med denne tankegang har et stort antal selskaber i de seneste år gennemført såkaldte *tilbagekøbsprogrammer*. For at understøtte dette vedtog EU i 2003 en tilbagekøbsforordning,<sup>17</sup> som gav selskaberne mulighed for at gennemføre tilbagekøb af aktier uden at komme i konflikt med reglerne om insiderhandel og kursmanipulation. Tilbagekøbsforordningen er nu revideret således, at undtagelsesbestemmelser findes i MAR artikel 5 og de detaljerede regler (tekniske standarder) i en selvstændig tilbagekøbsforordning<sup>18</sup> udstedt med hjemmel heri. Se om reglerne nærmere nedenfor i punkt 8.4.8.

Ud over hensynet til at muliggøre en fleksibel kapitaltilpasning er det nu almindeligt anerkendt, at erhvervelse af egne aktier er legitimt og hensigtsmæssigt i en række situationer:

- Selskabet kan ønske at ligge inde med en beholdning af egne aktier til salg blandt medarbejderne i forbindelse med en almindelig medarbejderaktieordning eller, som en variant heraf, til opfyldelse af en optionsordning, typisk for ledende medarbejdere.
- Nogle pengeinstitutter har aktionærkonti med fordelagtig rente og ligger inde med egne aktier for at kunne oprette sådanne konti.<sup>19</sup>

16. Se således allerede den danske regerings »Debatoplæg om aktivt ejerskab« fra 1999, p. 95 f. Debatoplægget indledte den løbende revision af selskabslovgivningen, som har nået sit forelebige slutresultat med vedtagelsen af den nye selskabslov.

17. Kommissionens forordning nr. 2273/2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EØF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.

18. Jf. Forordning (EU) nr. 2016/1052/EU.

19. En aggressiv markedsføring af pengeinstitutters aktier til indskydere eller låntagere kan dog være i strid med reglerne om investorbeskyttelse for finansielle virksomheder, jf. dagældende bekendtgørelse nr. 457 af 4. juni 2018 om investorbeskyttelse ved

- Det er almindeligt, at virksomhedskab ikke betales kontant, men (delvist) med kapitalandele i det overtagende selskab. Dette kan ske ved en apportforhøjelse i det overtagende selskab med indskud af kapitalandelene i det overtagne selskab. En apportforhøjelse kræver imidlertid vedtægtsændring og 2/3 majoritet efter selskabslovens § 154. Erhvervelse ved betaling med egne kapitalandele kræver kun en bestyrelsесbeslutning samt en forudgående bemyndigelse til at erhverve egne kapitalandele, jf. om bemyndigelsen nærmere i det følgende. I et større selskab kan en beholdning af egne kapitalandele muliggøre løbende virksomhedsovertagelse, uden at det hver gang er nødvendigt at gennemføre en kapitalforhøjelse med henblik på erhvervelsen.
- Erhvervelse af egne aktier kan udgøre en forsvarsforanstaltning i forbindelse med sjældelige overtagelsesforsøg. Anvendelse af dette middel bør dog som hovedregel besluttes af aktionærerne og ske i selskabets interesse, jf. herom nærmere nedenfor.
- Det er anerkendt, at det efter omstændighederne kan være rimeligt, at et børsnoteret selskab gennem køb og salg af egne aktier kan modvirke spekulation mod selskabets aktier og dermed sikre en stabil kursudvikling (lovlig kurspleje). MAR artikel 5 sætter grenserne herfor, jf. også nedenfor.
- I et ikke-børsnoteret selskab er der ikke umiddelbart et marked for selskabets kapitalandele. Aktionærer, og i mindst lige så høj grad anpartshaver, der ønsker at afhænde deres aktier eller anparter, kan stå i en vanskelig situation. Hvis selskabet har ret til – og/eller kan tillægges en pligt til – at erhverve egne aktier eller anparter, kan der etableres et marked.
- Endelig må nævnes den begrundelse, som i 1973 førte til, at der ikke blev indført et forbud, nemlig at erhvervelse af egne aktier kan indgå som et led i generationsskifte og anden succession vedrørende virksomheder.

#### 8.4.3. Ændring af kapitaldirektivet

Som nævnt ovenfor blev kapitaldirektivet ændret i 2006 ved direktiv 2006/68/EØF. Ændringsdirektivet indeholder et antal regler, som liberaliserer de restriktive regler i det oprindelige direktiv. Her omtales de ændringer, der angår egne aktier. Det er det nævnte ændringsdirektiv, der blev implementeret ved selskabsloven i 2009, jf. nedenfor. Direktivreglerne vedrørende egne

verdipapirhandel, jf. herved Finanstilsynets Redegørelse for tilsynet med Roskilde Bank i behold til § 352 a i lov om finansiel virksomhed af 17. juli 2009.

aktier er videreført i det konsoliderede selskabsdirektiv 2017/1132/EU. Direktivet har ikke givet anledning til ændringer i de danske regler.

Direktivets udgangspunkt er ikke mere et forbud med undtagelser. Hvor præamblen i det oprindelige direktiv lagde vægt på, at direktivet skulle beskytte selskabets kapital, bl.a. ved at foreskrive restriktioner med hensyn til erhvervelse af egne aktier, er udgangspunktet efter ændringsdirektivet det modsatte. Præambiens betragtning (4) siger indledningsvist, at »aktieselskaber bør have mulighed for at anskaffe egne aktier ...».

Set fra kapitalcjernes side udgør selskabets erhvervelse af egne kapitalandele en af flere muligheder for at få udbetalinger fra selskabet. Erhvervelsen er i det lys et alternativ til ordinært udbytte. Fra aktionærernes synsvinkel skal selskabet vælge den udbetalingsform, som er gunstigst for aktionærerne, herunder også henset til de skattemæssige virkninger. Anlægges denne betragtning, er det fra et kreditorbeskyttelseshensyn naturligt at sidestille erhvervelse af egne aktier med udbyttiebetaling. Kreditorgarantierne skal derfor ikke være iagttaget af formelle regler om kapitalnedsættelse, forbud eller snævre procentgrænser, men en regulering, der – ligesom udbyttereglerne – sætter grænser for, hvor megen kapital, der kan udbetales på denne måde. Dette logiske standpunkt er accepteret i det ændrede kapitaldirektiv.

Grænserne for erhvervelse af egne aktier er fastlagt i den ændrede artikel 19, stk. 1, i direktivet. Hovedreglen er nu, at medlemsstaterne kan tillade erhvervelse af egne aktier inden for de frie reserver, jf. direktivets artikel 15, stk. 1(a) og (b).

Mens det hidtidige direktiv fastsatte en maksimumsgrænse på 10 % for erhvervelse af egne aktier, er 10 %-grænsen nu en minimumsgrænse, jf. artikel 19, stk. 1(c) i). Artikel 19, stk. 1(c), indeholder yderligere mulighed for, at medlemsstaterne opstiller nærmere angivne betingelser for erhvervelsen. Disse muligheder er ikke udnyttet ved den danske implementering.

Som hidtil skal der gives bemyndigelse fra generalforsamlingen til erhvervelsen. Under henvisning til ønsket om fleksibilitet og om begrænsning af de administrative byrder kan bemyndigelsesperioden udvides fra de hidtidige 18 måneder til 5 år.

Ændringsdirektivet omfatter kun artikel 19, stk. 1. Kapitaldirektivets artikel 19, stk. 2, om muligheden for at fravige bemyndigelsesreglerne finder stadig anvendelse. Det samme gælder regleme i artikel 20 om fravigelse af de kvantitative begrænsninger (som dog mister betydning, hvis reglerne liberaliseres) samt artiklerne 21 om afhændelse af aktier, der er erhvervet i strid med reglerne, og 22 om stemmeretten på egne aktier og aktiernes regnskabsmæssige behandling.

Som hidtil omfatter direktivet kun aktieselskaber. Det står således fortsat medlemstaterne frit at bestemme, hvilke regler der skal gælde i anpartsselskaberne og de tilsvarende selskabsformer, jf. om Danmarks valg nærmere nedenfor.

I et forslag til ændringsdirektivet indeholdt artikel 19, stk. 1(d), en reference til lighedsgrundsatningen samt en passage, hvorefter kravet om ligebehandling skulle anses for opfyldt, hvis et selskab erhverver eller afaender egne aktier via et regulert marked.<sup>20</sup> I det vedtagne ændringsdirektiv udgik artikel 19, stk. 1(d). Artikel 19, stk. 1, indleder i stedet med, at reglerne finder anvendelse »med forbehold af princippet om ligebehandling af aktionærer med samme retsstilling ...«. Se nærmere herom i det følgende.

#### 8.4.4. Fuld liberalisering

I overensstemmelse med Moderniseringsudvalgets kommissorium, hvorefter den nye selskabslov skulle sikre fleksibilitet i forhold til den enkelte virksomheds behov og i øvrigt undgå overimplementering,<sup>21</sup> anbefalede moderniseringsudvalget at udnytte ændringsdirektivets liberaliseringstregler fuldt ud.<sup>22</sup>

Selskabslovens regler blev ændret i overensstemmelse med udvalgets anbefaling, jf. nærmere i det følgende.

Moderniseringsudvalget vurderede endvidere, at der ikke er særlig begrundelse for, at anpartsselskaber skal undgives strengere regler end aktieselskaber. Også på dette punkt fulgte lovgiver udvalgets indstilling. Selskabsloven indeholder derfor ikke særegler om egne aktier eller egne anparter, men benytter sammenfattende begrebet *egne kapitalandele*.<sup>23</sup>

##### 8.4.4.1. Selskabslovens kap. 12

SL kapitel 12, §§ 196-205, har overskriften »Egne kapitalandele«. Som allerede nævnt omfatter kapitlet – i overensstemmelse med lovens almindelige systematik – både aktieselskaber og anpartsselskaber.<sup>24</sup>

20. Jf. herved Paul Krüger Andersen & Karsten Engvig Sørensen i NTS 2005:3 p. 61 og 63.
21. Se kommissoriet, gengivet i Bet. nr. 1498/2008 p. 15 f.
22. Jf. herved udvalgets overvejelser i Bet. nr. 1498/2008 p. 481 f.
23. Sm. herved om implementeringen i Norge (som EØS-medlem) og i Tyskland Liane Bednarz i NTS 2009:3 p. 164 f. 10-procentkravet er videreført i allmenaksjelovens § 9-2. Det samme gælder i Sverige for så vidt selskaber, hvis aktier handles på et regulert marked, jf. ABL 19 kap. 15 §. En 10-pct.s regel gælder også i finske publigs boling, jf. den finske ABL 15 kap. 11 §.
24. En tverrliglig gennemgang af reglerne om egne aktier gives i Troels Michael Liijo (red.), Egne aktier, 2019. Bogen gennemgår gældende ret såvel i forhold til selskabstret

Bortset fra de punkter, hvor reglerne er liberaliseret i overensstemmelse med ændringsdirektivet, viderefører de nye regler i det væsentlige de hidtidige bestemmelser i aktieselskabslovens kap. 8 om egne aktier.

De væsentlige ændringer angår dels *omfanget* og *betingelserne* for de lovlig erhvervelser og dels *bemyndigelsen* til erhvervelsen.

#### 8.4.4.1.1. Omfang og betingelser

Udgangspunktet for reglerne er, at et selskab lovligt kan erhverve egne kapitalandele. Dette fremgår forudsætningsvis af SL § 196. Der er altså ikke som hidtil en kvantitativ (10 %) begrænsning.

Sikkerheden for kreditorerne ligger inden for kap. 12 i § 197, stk. 1, hvorfra betalingen for kapitalandelene kun kan ske med midler, der i henhold til SL § 182, stk. 3, kan udbetales som ordinært udbytte, jf. § 180, stk. 2, dvs. de frie midler, der fremgår af selskabets seneste årsrapport.

SL § 182, stk. 3, tilled indtil ændringen i 2013, at der kunne udbetales udbytte med midler, der kunne udbetales som ekstraordinært udbytte, jf. § 182. Der kunne derfor også erhverves egne kapitalandele med overskud eller reserver, der var opstået i det indevarende regnskabsår frem til erhvervlestidspunktet. Dette er ikke muligt mere.

Henvisningen til reglen om ordinært udbytte angiver en maksimumsgrense. Det er de frie reserver på erhvervlestidspunktet, der er afgørende for, hvor mange kapitalandele der kan erhverves. Hvis der siden balancedagen i det senest aflagte årsregnskab og frem til det tidspunkt, hvor opkobet sker, har været et fald i reserverne efter denne dato, er det kun de aktuelle frie reserver, der kan danne grundlag for erhvervelsen. Det følger omvendt af § 180, stk. 2, at senere stigninger i reserverne ikke kan danne grundlag for erhvervelsen.

Henvisningen til § 180, stk. 2, (seneste årsrapport) har som konsekvens, at der ikke kan erhverves egne kapitalandele i selskabets første regnskabsår.

Hensynet til kapitalbeskyttelse er kun relevant, hvis selskabet erhverver kapitalandelene mod vederlag. Begrænsningerne i §§ 197 (og 198, jf. nedenfor) omfatter derfor ikke erhvervelser ved arv eller gave.

Kapitalbeskyttelseshensynet tilsiger derimod, at det ikke er tilladt at erhverve kapitalandele, der ikke er fuldt indbetalt, jf. SL § 196. I modsat fald ville det almindelige krav om effektiv indbetaling af selskabskapitalen kunne omgås. Bemærkningerne til § 196 anfører, at dette gælder både erhvervelser

som berset, regnskabsret og skatteret. Bogen behandler alene *egne aktier*, ikke *egne anparte*.

med og uden vederlag.<sup>23</sup> Det sidstnævnte kunne i praksis tænkes i en situation, hvor aktier er tegnet men endnu ikke (fuldt) indbetalt, og hvor aktietegneren i stedet for at indbetale vil forære aktierne til selskabet. I modsætning til tidligere, hvor aktier skulle være fuldt indbetalt senest ved registreringen, jf. aktieselskabslovens § 11, stk. 2, kan denne situation forekomme. Selskabsloven har nemlig lempet kravet om indbetaling til 25 %, jf. SL § 33.

SL § 197, stk. 2, viderefører den hidtidige omgåelsesregel i aktieselskabsloven, hvorefter kravene i § 197, stk. 1, også skal gælde vedrørende kapitalandele, der er erhvervet af tredjemand i eget navn, men for selskabets regning.

Efter aktieselskabslovens § 48, stk. 4, skulle minimumskapitalen altid være intakt. Selskaber med minimumskapital kunne derfor ikke erhverve egne aktier. Det samme udtrykkes nu – lidt snørket – ved bestemmelserne i § 197, stk. 1, hvorefter selskabets beholdning af egne kapitalandele skal fradrages ved vurderingen af, om kravet til selskabsskapital jf. § 4 er overholdt.<sup>24</sup> Begrensningen har kun praktisk betydning, såfremt selskabet ikke har frie reserver.

#### 8.4.4.1.2. Kravet om bemyndigelse

Selskabslovens kap. 12 stiller som hidtil ingen betingelser vedrørende baggrundsen for eller formålet med erhvervelse af egne kapitalandele. Formålet kan være loyalit, jf. foran i punkt 8.4.2, men erhvervelsen kan også indgå som led i transaktioner, som ikke tjener selskabets interesse. At erhvervelsen formelt er lovlig efter reglerne i SL §§ 196 og 197, betyder ikke, at enhver erhvervelse materielt er lovlig. De særlige regler i kap. 12 må suppleres med grundlæggende selskabstetlige principper og en række almindelige regler om beskyttelse af kapitalsejernes interesse og kreditorbeskyttelse. Erhvervelse af egne kapitalandele må således altid ske i selskabets interesse (og således f.eks. ikke i hovedaktionærens/majoritetens) og på forsvarlige vilkår i forhold hertil.

En vis garanti for, at erhvervelsen sker i selskabets interesse, følger af reglen i SL § 198, der viderefører den hidtidige hovedregel om, at erhvervelse af egne kapitalandele krever bemyndigelse fra generalforsamlingen. Beslutningen kan altså ikke tages af selskabets ledelse på egen hånd. Den kommer dermed altid til debat og eventuel kritik fra kapitalejerne.

25. Bemerkningerne til L 170 2008-09 p. 120.

26. Bemerkningerne til § 197 har da også ført sig fornældriges til at forklare reglen med et taleksempel, jf. bemerkningerne til L 170 2008-09 p. 320.

Der skal som hidtil gives en tidsafgrænsset bemyndigelse, jf. SL § 198. En tidsafgrænsning bevirker, at bemyndigelsen må formyes regelmæssigt. Derved sikres kapitalejerne mulighed for en regelmæssig og forudgående kontrol med erhvervelsen af egne kapitalandele. Bemyndigelsen kan efter § 198, stk. 2, gives for en periode op til 5 år. Dette er en væsentlig udvidelse i forhold til den hidtidige maksimumsgrense på 18 måneder. Bemyndigelsen kan som hidtil gives med simpelt flertal.

Efter de tidlige regler var det blevet almindelig praksis i større selskaber at give en bemyndigelse til at erhverve egne aktier i forbindelse med de ordinære årlige generalforsamlinger. Selv om bemyndigelserne vel ofte er givet ganske rutinemæssigt og uden stor debat fra aktionærernes side, kan kapitalejerne – såfremt de ønsker en mere aktiv rolle i selskabet – fastholde hidtidig praksis om en årlig formyelse af bemyndigelsen.

Selskabsloven kræver kun, at der skal gives en bemyndigelse. Bortset fra kravet om, at der skal gives oplysninger om vederlaget, jf. straks nedenfor, kræver loven ikke, at ledelsen skal redegøre for bemyndigelsens indhold eller formål med erhvervelsen. Kapitalejerne kan give nærmere føreskrifter om erhvervelsen. De kan begrænse den til bestemte formål, opstille nærmere betingelser for erhvervelsen eller andet.

Efter hidtidige erfaringer har det næppe været udbredt, at kapitalejerne har begrænset bemyndigelsen. Som oftest har der været givet en blank bemyndigelse. Selv om ledelsen på forespørgsel har oplyst om baggrunden for at søge bemyndigelse, har disse oplysninger formentlig sjældent haft en karakter, som gør, at de kan fortolkes som bindende begrænsninger i bemyndigelsen.

Såfremt der ikke er indskrænkninger i den givne bemyndigelse, kan man spørge, om bestyrelsen kan udnytte den helt frit. Generelt må det som nævnt gælde, at bemyndigelser kun kan udnyttes, såfremt det sker i selskabets interesse. Bemyndigelsen kan ikke udnyttes f.eks. til at beskytte ledelsens position i selskabet, f.eks. ved at lægge hindringer i vejen for et allerede fremsat overtagelsestilbud. Når et overtagelsestilbud er fremsat, bør en bestyrelse (i et borsnoteret selskab) ikke på egen hånd lade selskabet erhverve egne aktier baseret på en tidligere meddelt bemyndigelse.<sup>27</sup> Denne holdning er i overens-

27. Jf. herved Anbefalinger for god Selskabsledelse, punkt 1.3. Det anbefales, at bestyrelsen fra det tidspunkt, hvor den får begrundet formodning om, at et overtagelsestilbud er fremsat eller vil blive fremsat, afholder sig fra uden generalforsamlingens godkendelse af imødegå overtagelsesforsøg ved at træffe dispositioner, som søger at afskærer aktionærerne fra at tage stilling til overtagelsesforsøget. Det anbefales, at selskabet etablerer en beredskabsprocedure for overtagelsesforsøg. En sådan procedure kan bl.a. indeholde en forskrift om, at aktionærerne, i forbindelse med at de giver bemyndigelse til ledelsen at erhverve egne aktier, skal få information om overtagelsestilbuds karakter og om ledelsen har taget en position i forhold til overtagelsesforsøget.

stemmelse med takoverdirektivets art. 9, som imidlertid ikke er tvingende, og som kun er implementeret i Danmark som en frivillig regel, jf. SL § 339. Af det faktum, at § 339 taler om, at »Generalforsamlingen kan beslutte at indføre en ordning, hvorefter...«, kan dog ikke sluttet modsetningvis til, at der ikke gælder begrænsninger i adgangen til at udnytte en tidligere bemyndigelse, hvis en sådan ordning ikke er indført. I så tilfælde må der i stedet foretages en konkret vurdering af, om bestyrelsens beslutning om at lade selskabet erhverve egne kapitalandele, er i selskabets interesse, jf. nærmere nedenfor i kap. 16.8.

Nyere erfaringer, bl.a. fra sammenbruddet af Roskilde Bank, kan give kapitalejerne større incitament til at sikre sig mere information om og større indflydelse på, hvorledes de udvidede muligheder for at erhverve egne kapitalandele udnyttes.

En vigtig information om erhvervelsen af egne kapitalandele er naturligvis, hvor mange kapitalandele der skal erhverves og vederlagets størrelse. § 198, stk. 3, viderefører i så henseende de hidtidige regler i aktieselskabslovens § 48, stk. 3. Under hensyn til de nye regler, hvorefter kapitalandele kan udstedes uden nominel værdi (som stykandele), er reglerne omformuleret lidt. Efter § 198, stk. 3, nr. 1 og 2, skal bemyndigelsen dels angive den største værdi, som de egne kapitalandele må have, og dels det mindste og det højeste beløb, som selskabet må yde som vederlag for kapitalandelene. I børsnoterede selskaber angives vederlaget ofte som børskursen + 10 pct. I andre selskaber må spillerummet sættes i forhold til værdi, der er opgjort på anden måde, hvor der, som det siges i bemærkningerne til den tidlige regel i AL § 48, stk. 3, »stages udgangspunkt i objektivt målelige kriterier så som regnskabsmæssig indre værdi o. lign.« Har selskabet kapitalandele med nominel værdi, skal oplysningernes grundlag være kapitalandelenes pålydende værdi; har selskabet stykandele, vil den bogførte pariværdi være afgørende.<sup>28</sup>

#### 8.4.4.1.3. Undtagelsesregler

Selskabsloven viderefører de undtagelsesregler, der hidtil stod i aktieselskabslovens §§ 48 a og 48 b.

Fra hovedreglen i SL § 197 om omfanget og betingelsen for erhvervelse af egne kapitalandele ger SL § 200 de samme undtagelser som hidtil, nemlig at egne kapitalandele altid kan erhverves som led i en overgang af formuegoder

digelse til at erhverve egne aktier, tilkødegiver, hvorvidt bestyrelsen uden yderligere godkendelse kan udnytte bemyndigelsen ved et overtagesesforsøg.

28. Jf. herved bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 320 f.

ved fusion, opspærring eller anden universalsuccession, til opfyldelse af en lovbestemt indlæsningspligt, som påhviler selskabet, eller ved køb af fuldt indbetalte kapitalandele til fyldestgørelse af en fordring, der tilkommer selskabet.

Ordlyden af SL § 200 er identisk med aktieselskabslovens § 48 b, bortset fra en rettelse i § 200, nr. 2, som med ordene »anden universalsuccessions» bringer bestemmelsen i overensstemmelse med teksten i kapitaldirektivets art. 20, stk. 1 (b).<sup>29</sup>

Selskabsloven indeholder kun én regel, hvorefter selskabet har pligt til at indlæse kapitalejere, nemlig SL § 110 om indlæsningspligten, såfremt der indlæses omsættelighedsindskrænkninger m.v. efter § 107, stk. 2. Indlæsningsreglen i SL § 70 handler om overdragelse til en ni tiendedels kapitalejer. En vedværtigstbestemt indlæsningspligt efter SL § 69 omfattes heller ikke af undtagelsesreglen i § 200.<sup>30</sup>

Der gælder også en undtagelse ved køb på tvangsauktion til fyldestgørelse af selskabets fordringer.<sup>31</sup>

I praksis er navnlig de to nævnte eksempelgrupper almindeligt forekommende. Selskaber, der fusionerer, har ofte i forvejen gennidige kapitalbesiddelser. Når der etableres en koncern, har det selskab, der bliver datterselskab, ofte en post kapitalandele i det selskab, der nu bliver moderselskab. Det samme kan være tilfældet, hvis et selskab indskydes som apportindskud i forbindelse med en kapitalforhøjelse.

Fra kompetencereglen om generalforsamlingsbemyndigelse gør selskabslovens § 199 de samme undtagelser som aktieselskabslovens § 48 a. Det ændrede ledelsesorgan kan således lade selskabet erhverve egne kapitalandele, »hvis det er nødvendigt for at undgå betydelig og truende skade« for selskabet.

SL § 199 fraviger som hidtil kun kravet om bemyndigelse, men ikke de materielle begrænsninger. Hvis generalforsamlingen imidlertid giver en stående, måske 5-årig, bemyndigelse, får § 199 ikke stor betydning fremover. Dette gælder specielt, hvis generalforsamlingen giver en bemyndigelse under henvisning til et behov for at kunne imødegå et potentiel, og for selskabet

29. Bestemmelsen antyder, at der findes eksempler på »anden universalsuccessions». Selskabsloven indeholder imidlertid ikke sådanne eksempler.

30. Jf. også Jan Schans Christensen, Kommentar, 2012, p. 550.

31. Debitor kan formentlig anvise aktierne som genstand for udtag efter de almindelige regler om påvisningsret, jf. Rpl. § 517, jf. således Korsø Jensen i U 1974B, p. 319 f., Molby og Fabricius i U 1991B, p. 173 f. samt Gomord/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 321, p. 260. Anderledes Lars Bunch og Søren Corfixen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 852.

skadet, fjerntlig overtagelsesforsøg. Dette tilfælde er det, der typisk har været angivet som eksempel på, hvor bestemmelserne kunne anvendes.

Der er en andre modsætning mellem SL § 199 og takeover-reglerne, u. fremt. det merkedes, at § 199 kan anvendes i det givne eksempel. Den ovede bestemmelse i takeoverdirektivet er, at aktionærerne skal bestemme, om selskabet skal modtage overtagelsestilbud. Artikel 9 i takeoverdirektivet knyter, at overtagelsestilbud forelægges generalforsamlingen, således at generalforsamlingen kan tage stilling til, om selskabet skal forsøge at innde gte et overtagelsesforsøg – hvilket bl.a. kan ske ved, at selskabet opkabler sine kapitalandele. Direktivreglen er som nævnt ikke tvingende, men indgår som nævnt form i Anbefalinger for god Selskabsledelse.

Forsørgerne har ikke forholdt sig til denne problematik, men noyes med den ganske intetragende kommentar til bestemmelserne, at »om en betydelig og troværdig skade foreligger, må bedømmes af selskabets centrale ledelsesorgans under ansvar over for generalforsamlingen«.<sup>32</sup>

### 8.4.5. Øvrige regler, der er videreført

Som nævnt viderefører selskabsloven en række af de hidtidige regler i aktieselskabsloven med den væsentlige udvidelse, at de også gælder i aksjeselskaber.

SL § 205 viderefører helt identisk det hidtidige forbud i aktieselskabsloven § 48 h). Et kapitalselskab må således ikke tegne egne kapitalandele.

En oplagt ørgjeldesmulighed vedrørende begrænsninger i erhvervelse af egne kapitalandele ville bestå, såfremt datterselskaber i en koncern kunne erhverve kapitalandele i moderselskabet, såkaldt cross-holding. SL § 201 bestemmer ligesom den tidligere aktieselskabslovs § 48, stk. 6, at de generelle regler om egne kapitalandele finder tilsvarende anvendelse på et datterselskabs erhvervelse til eje eller pant af kapitalandele i dets moderselskab.

Et af de omdiskuterede problemer i selskabstretten handler om, hvorvidt selskabslovgivningens bestemmelser om koncerner omfatter udenlandske selskaber i koncernen. Som hidtil anføres i bemærkningerne til SL § 201, så begrænsninger i bestemmelserne både omfatter danske og udenlandske datterselskaber.<sup>33</sup> De udenlandske datterselskaber skal således telles med i moderselskabets egne kapitalandele. Moderselskabet må sørge for at overholde sel-

32. If. stådes Bet. 1498/2008 p. 1017, hvis bemærkning gengives ordret i lovberetningens til § 199.

33. Bl. L. 179-2008-08 p. 322. Se om dette spørgsmål også Karsten Engvig Sørensen i *Mot Nytid & Karsten Engvig Sørensen (red.), Den nye selskabslov*, 2009, p. 59 f.

skabslovens regler, enten via regulering af moderselskabets egen beholdning eller ved at udøve sin indflydelse i datterselskabet.

Bemærkningerne til SL § 201 omtaler ikke den situation, hvor det er et dansk datterselskab, der erhverver aktier i et udenlandsk moderselskab. Selskabsloven oprettholder imidlertid generelt Erhvervsstyrelsens »nye« fortolkning af moder-selskabsbegrebet, nemlig at dette omfatter udenlandske moderselskaber fra EU/EØS-området. Det er usikkert, om dette også omfatter reglerne om egne kapitalandele.<sup>34</sup>

SL §§ 202-204 viderefører med enkelte ændringer bestemmelserne i aktieselskabslovens § 48 d-f vedrørende afhændelse af erhvervede kapitalandele.

Hvis kapitalandele er erhvervet i strid med begrænsningerne, er overdragelsen efter dansk ret ugyldig.<sup>35</sup> Selskabet eller dets konkursbo kan kræve kapbesummen tilbage mod at udlevere andelene. Dette var udtrykkeligt udtalt i den tidligere AL § 48, som samtidig indeholdt den begrænsning, at ugyldighed ikke kunne gøres gældende mod en overdrager i god tro, jf. også den indtil 1996-loven gældende regel i Apl. § 30, stk. 1. Forarbejderne forudsætter, at denne retstilstand oprettholdes.<sup>36</sup> God tro kan naturlig forekomme, hvor aktierne overdrages gennem mellemmand, bank eller borsmæggerselskab.

Kapitalandele, der er erhvervet uden vederlag efter § 196 eller efter undtagelsesreglerne i § 200, stk. 2-4, skal afhændes, så snart det kan ske uden skade for selskabet og inden 3 år, medmindre værdien af selskabets og dets datterselskabers samlede beholdning af kapitalandele ikke overstiger selskabets frie reserver, jf. § 202. Det sidste er en lempelse i forhold til den tidligere regel i aktieselskabslovens § 48 d.

34. Jf. herom Bet. 1498/2008 p. 498 f. om moderselskabsbalancen, jf. også Jan Schous Christensen: Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 444 f., samme Kommentar p. 551, hvor det anbefales, at spørgsmålet afklares ved en præcisering af § 201 – hvilket dog ikke er sket i forbindelse med evalueringen af selskabsloven. Praksisændringen fik i første række betydning for aktionærfløjsbestemmelserne, men havde også en række allerede konsekvenser, bl.a. i relation til reglerne om egne aktier. Det er Erhvervsstyrelsens summidelbare holdninger, at udenlandske moderselskaber omfattes. Se om læn til moderselskaber oedensfor i kap. 8.5, jf. også kap. 15 om koncerner.
35. Kapitaldirektivet krever ikke ugyldighed, men krever alene, at ulovligt erhvervede aktier skal afhændes, jf. direktivets art. 21.
36. Forarbejderne til aktieselskabsloven anfører, at »det findes uformelent at angive særligt, at erhvervelser i strid med lovens kapitel 8, er ugyldige«, jf. FT 1981-82 tillæg A sp. 2877. Samme begrundelse gives i forarbejdernes til 1996-loven vedrørende ophevelsen af reglen i Apl. § 30, stk. 1, samt i bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 323.

Hvis selskaber erhverver egne kapitalandele til eje i strid med §§ 196-201, og hvis selskabet er bundet af erhvervelsen, jf. ovenfor, skal andelen ophør, des snarest muligt og senest seks måneder efter erhvervelsen, jf. SL § 203, stk. 1.<sup>37</sup> 6-månedersfristen er kortere end kravet i direktivet, men er – trods intentionen om at undgå overimplementering – opretholdt. Er kapitalandelene erhvervet til pant, skal pantsætningen ifølge § 203, stk. 2, bringes til ophør inden samme frist. Denne passus er ikke heldigt formuleret. Hvis selskabet er bundet af aftalen, hvortil pantsætningen knytter sig, fordi pantsætteren er i god tro, kan selskabet ikke bringe aftalen, og dermed pantsætningen, til ophør. Der kan kun pålægges selskabet en pligt til enten at bringe pantsætningen af aktierne til ophør – evt. ved ombytning af pantet – inden for aftalens mulighed for, ellers at afhænde så mange kapitalandele, henholdsvis nedsettende kapitalen med eventuelle egne kapitalandele, således at lovens krav er opfyldt. Reglen bør formentlig forstås på denne måde.

Hvis kapitalandele ikke afhændes rettidigt, skal selskabets ledelse forsøge, at selskabskapitalen nedsettes med disse kapitalandèles værdi jf. § 204. Bortset fra tilpasningen med ordene »kapitalandelenes værdi« til muligheden for, at selskabet anvender stykandele, er reglen identisk med den tidligere aktieselskabslovs § 48 f.

Generalforsamlingen skal træffe beslutningen efter de almindelige regler om kapitalnedsettelse, men ansvaret påhviler efter loven ledelsen. Ledelsen må træde tilbage, såfremt nedsettelsen ikke vedtages, for at undgå strafansvar efter SL § 367.

Banker reguleres som nævnt af lov om finansiel virksomhed. De skal være aktieselskaber, jf. lovens § 12, og skal som sådanne overholde reglerne om egne kapitalandele i selskabsloven. Banker har normalt en beholdning af aktier, hvormed de kan opfylde kundeordrer. Denne beholdning kan indenfor selskabslovens grænser også omfatte bankens egne aktier.

### 8.4.6. Virkningen af besiddelse af egne kapitalandele

Selskabsloven indeholder en række særregler om *virkningen af, at selskabet besidder egne kapitalandele*. Selskabet må således i et vist omfang se bort fra en beholdning af egne aktier/anparter. Det gælder dog ikke et generelt princip om suspension af rettigheder vedvarende egne kapitalandele. Kapitaldirekti-

37. Er erhvervelsen sket uden den nødvendige bemyndigelse, er det mest nærliggende selvforpligtig at sage generalforsamlingens efterfølgende bemyndigelse.

vets art. 22 kræver dels en bestemmelse om suspension af stemmeretten, dels øgige regnskabsmæssige oplysninger.

Efter SL § 85 kan stemmeret ikke udeerves for egne kapitalandele. De medregnes ikke, når der til en beslutnings gyldighed eller udarvelse af en beføjelse kræves samtykke af samtlige kapital ejere eller en vis stemmeflertal. De medregnes således heller ikke ved et moderselskabs opgørelse af andele i et datterselskab, jf. SL § 7, stk. 5. Selskabets (ledelsens) dispositioner med hen syn til køb eller salg af egne kapitalandele vil således påvirke »størrelsen af majoritetens besiddelse såvel retligt som faktisk. Et stemmeflertal kan således foreligge, når der besiddes over halvdelen af »den aktive andel« af stemmerne, og tilsvarende kan to tredjedeles majoritet etableres med over to tredjedeles af den aktive del af stemmerne. Udnyttelse af denne effekt kan formentlig efter omstændighederne være i strid med ledelsens loyalitetspligt over for selskabet, i hvert fald hvis det sker for at varetage ledelsens personlige interesser. Efter en konkret bedømmelse kan der formentlig også tænkes situationer, hvor erhvervelsen vil være i strid med SL § 106 som et utilberligt forsøg på at forstærke majoritetens grep om selskabet.<sup>38</sup> Med hensyn til de økonomiske rettigheder gælder derimod, at de egne kapitalandele medregnes. Selskabet kan således udbetaale udbytte og udlevere fondsaktier til sig selv. Selskabet må dog ikke tegne kapitalandele i forbindelse med stiftelsen eller en kapitaludvidelse, jf. § 205 og ovenfor. De medregnes også i enkelte andre henseender, således efter SL § 55 angående oplysninger om betydelige kapitalposter (storaktionærer).

##### 8.4.7. Den regnskabsmæssige behandling af egne kapitalandele

Efter årsregnskabslovens § 77 skal årsrapporten give nærmere specifiserede oplysninger om selskabets egne kapitalandele. Efter den tidligere gældende bestemmelse i årsregnskabslovens § 35 kunne egne kapitalandele indregnes som aktiver i balancen. Regnskabsrådet har påpeget, at bestemmelsen kun har været anvendt af et fåtal af virksomheder. Rådet har samtidig anført, at bestemmelsen bør ophæves i lyset af, at adgangen til at erhverve egne kapitalandele udvides i betydeligt omfang for kapitalselskaber efter forslaget til sel-

38. Spørgsmålet om, hvorvidt egne aktier skal medregnes, har også betydning i forbindelse med bestemmelserne om tvangsindlossning. Højesteret statuerede i Bank Trelleborg-sagen, U 2012.1228, at egne aktier skulle medregnes i forbindelse tvangsindlossning efter reglen i lov om finansiell virksomhed § 144. Den bankretlige dom ændrer formentlig ikke på, at egne aktier ikke skal medregnes ved tvangsindlossning efter de selskabsretlige regler, jf. herved også *Jesper Law Hansen* i NTS 2012:1 p. 21 f. samt *Anders Kjaer Dybdahl Pedersen* og *Ted Rosenbaum* i NTS 2012:3-4 p. 113 f.

## Kapitel 8. Beskyttelsen af selskabets kapital

skabsloven. Indregning af betydelige egne kapitalandele som aktiver kan da give et mæsvisende indtryk af virksomhedens finansielle stilling.

§ 35 er folgetlig ophævet, således at det ikke længere er muligt at indregne egne kapitalandele som aktiver. Herefter skal egne kapitalandele altid fra trækkes direkte i egenkapitalen.

Internationale anses egne kapitalandele ikke som varrende aktiver. Den hidtil gældende bestemmelse var således ikke i overensstemmelse med den internationale regnskabsstandard IAS 32.

Reglerne i årsregnskabsloven er i stor udstrækning tilpasset de internationale regnskabsstandarde. Ved at opnå muligheden for at indregne egne kapitalandele som aktiver fjernes en forskel i forhold til de internationale regnskabsstandarde.

### 8.4.8. Børsretlige problemer

Tilbagekøb af egne aktier er nuværlig blevet almindelig i børsnoterede selskaber.<sup>39</sup> Det økonomske rationale bag tilbagekøb er typisk, at tilbagekøb reducerer antallet af aktier, og dermed skal selskabets indtjening fordeles mellem færre udestående aktier. Udbytten per aktie (EPS-earnings per share) stiger, og kurserne stiger.<sup>40</sup> Tilbagekøb og tilbagekøbsprogrammer rejser imidlertid en række børsretlige problemer. Dette hænger sammen med, at tilbagekøb påvirker børskursen, både når det er kendt af markedet, og når det ikke er. De børsretlige regler spiller på flere strenge. De søger at hindre, at selskabet udnytter sin interne viden til at købe og sælge aktier på et for selskabet gunstigt tidspunkt, og de prøver samtidig at sikre, at markedet har kendskab til (væsentlige) transaktioner om køb og salg af egne aktier. Selskabets adgang til

39. Blandt de seneste tilbagekøb blandt de største danske selskaber kan nævnes Nova Nordisk, der i 2020 etablerede et tilbagekøbsprogram på 17. mia. kr., Maersk med et tilbagekøbsprogram på 10 mia. kr., Danske Bank, oprindeligt op til 10 mia. kr. (afsluttet med 6,9 mia. kr. og derefter standset pga. hvidvask-sagen i Estland), Jyske Bank op til 400 mia. kr. og Sydbank og Ringkjøbing Landbobank op til 150 mia. kr i lyset af coronakrisen, og efter opfordring fra Finanstilsynet, droppede bankerne både udbytte- og tilbagekøbsprogrammer. Af andre tilbagekøbsprogrammer kan nævnes Dampskibsselskabet Norden med tilbagekøb op til 20 mio. USD, Danske Andelskassens Bank med op til 17 mio. kr., RTX med op til 20 mio. kr. og Silf med op til lidt over 5 mia. kr. Alle de nævnte aktietilbagekøb sker efter Safe harbour-reglerne, jf. ovenfor i teksten. Hvilge en opgørelse fra Nationalbanken brugte de børsnoterede selskaber i perioden 2012-2017 godt 225 mia. kr. på at købe egne aktier tilbage. De fem største selskaber målt på markedsværdi tegnede sig for halvdelen.
40. Se for en bredere analyse af virkningerne af tilbagekøb Oskar Persson og Jacob Øryd, Aktielisterkøb och kapitalallokering, NTS 2018:4 p. 33 f.

#### 8.4. Egne aktier og anparte (egne kapitalandele)

�øb og salg af egne aktier kan misbruges. Selskabet kan foretage markedsmanipulation i strid med forbudet herom i MAR artikel 15. Artikel 15 suppleres af reglerne i MAR art. 12, der beskriver de transaktioner, der udgør gemningsindholdet i forbuddet.<sup>41</sup> Blandt de transaktioner, der er relevante i forhold til erhvervelse af egne aktier, er transaktioner, der kan give urigge signaler til markedet om udbud, efterspørgsel eller kurSEN pÅ et værdipapir, jf. art. 12, stk. 1, litra a, nr. i). Der findes en række varianter af transaktioner, der kan være i strid med den nævnte regel. Fra praksis efter den tidlige regel i værdipapirhandelsloven kan nævnes Østre Landsrets dom af 23. marts 2017 vedrørende Parken Sport & Entertainment om manipulation i forbindelse med handel med selskabets egne aktier. Der var både tale om et systematisk opkøb og indlæggelse af købsordrer i lukkeauktioner, som efter rettens vurdering havde til hensigt kunstigt at påvirke kurSEN. Såvel Parken Sport & Entertainment, den administrerende direktør og bestyrelsesformand som de banker, der havde medvirket som værdipapirhandlere, blev straffet for kurzmanipulation.<sup>42</sup>

Selskabet er pr. definition *insider* og kan foretage handel, der kommer i strid med insiderreglerne i MAR, jf. artikel 7-8 samt artiklerne 10 og 14. Den første dom om insiderhandel i forbindelse med erhvervelse af egne aktier er den meget omtalte Midtbank-dom, U 2005.984 H, hvor Højesteret frifandt ledelsen i banken, jf. om dommen nærmere nedenfor i kap. 9.3.4.2.

Problemerne med tilbagekøbsprogrammer blev delvis løst gennem vedtagelsen af Kommissionens Forordning 2273/2003 om gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet bl.a. med hensyn til tilbagekøbsprogrammer. Forordningen indeholder såkaldte *safe harbour-regler* vedrørende tilbagekøbsprogrammer, som i let tilrettet version i dag findes i MAR artikel 5 og Forordning (EU) 2016/1052. Safe harbour-reglerne indebærer, at forbudene i MAR artikel 14 og 15 ikke gælder for handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer, hvis handelen gennemføres i overensstemmelse med de nærmere regler, som angives i Forordningen. Reglerne indeholder krav om offentlighed og reguleringer af pris og mængde. Der gælder også visse begrænsninger. Således må der ikke sælges egne aktier i programnets levetid.<sup>43</sup>

41. Se her til i det hele Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen og Jesper Lau Hansen, *Børsretten* 6. udg., 2019, p. 597 ff.

42. Sagen er refereret hos Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen og Jesper Lau Hansen, *Børsretten*, 6. udg., p. 612.

43. Jf. om tilbagekøbsprogrammer Margit Hess Thaysen RR nr. 9 2005 p. 39, Werlauff i U 2004B, p. 106 f., Jacob Haeg Madsen i U 2006B, p. 1 f. samt Paul Krüger Andersen i *Company Law and Finance*, 2008, p. 335 f. Se om børsreglerne vedrørende egne

Safe harbour-reglerne omfatter også såkaldt stabilisering, dvs. statueropkob, som kan foretages i forbindelse med emission. En gammel diskussion i børnetten angår, om borsmarkedets selskaber kan foretage såkaldt *lovlig kurspleje* ved handel med egne aktier, eksempelvis for at sikre at der er tilstrækkelig likviditet i aktien, eller for at sikre at kursten er bedre i overensstemmelse med (hvad selskabet mener er) den virkelige værdi. Finanstilsynet har i flere udtalser taget afstand fra, at der skulle eksistere et rum for lovlig kurspleje.<sup>44</sup> Den juridiske litteratur er knap så uforbeholden.<sup>45</sup>

Med henblik på at forebygge misbrug indeholder kapitalmarkedslovens § 31 et krav om, at borsnoterede selskaber skal offentliggøre en meddelelse om besiddelse af egne aktier inden for 5 og 10 procent-grænsen (tidligere 2 pct). MAR art. 19, stk. 11, indeholder yderligere regler om et såkaldt lukket vindue(kursiv), der angives som en periode på 30 dage før offentliggørelsen af en foreløbig finansiel rapport eller en årsafslutningsrapport, som den pågældende udsteder er forpligtet til at offentliggøre. Inden for denne periode må personer med ledelsesansvar ikke handle med selskabets aktier. Artikel 19 kan formentlig ikke omfatte selskabets handel med egne aktier.

### 8.4.9. Gennemførelsen af køb og salg af egne kapitalandele

Kreditorhensynet bag reglerne om egne kapitalandele har ført til, at reglerne kun handler om *erhvervelse* af egne kapitalandele. Det er ikke specifikke selskabsretlige bestemmelser om, hvorledes erhvervelser skal ske. Det er også uomtalt i selskabsloven, hvad der skal gælde med hensyn til selskabets *salg* af egne aktier. I det omfang salg sidestilles med *emission* (*kapitalforhøjelse*), rejses det spørgsmål, om nogle af reglerne om kapitalforhøjelse gælder for, eller ved analogi kan oversættes til salget. Både med hensyn til salg og opkøb må det dog gælde, at de almindelige grundsetninger om lighed og minoritetbeskyttelse må tagges.<sup>46</sup> Kapitaldirektivet henviser til det aktieretlige lighedsprincip jf. foran. Det er imidlertid noget forskelligt, hvad anvendelsen

aktier generelt. *Poul Krüger Andersen, Niels Jul Christensen, Jesper Lau Hansen, Børnretten*, 6. udg., 2019, p. 449 f. (oplysningspligt), p. 533 f. (jendelige overtagelser), og p. 589 f. (interne regler).

44. Se således Finanstilsynets vejledning af 21. februar 2016 vedrørende market making og Finanstilsynets nyhedsbrev fra 25. oktober 2018 med den skarpe formulering hvorlig kurspleje findes ikke – heller ikke for market makeren. Kursplejeproblemet er grundigt analyseret af *Hans Gert Abildgaard* i NTS 2020:2/3, p. 122 f.
45. Jf. f.eks. *Weraauft, Selskabets*, 11. udg., 2019, p. 330 og 340; men mild, kursudvendende kurspleje (forlutterens fremhævelse), som drives af selskabet selv (kan) ikke arises for markedsmanipulation.
46. Jf. således også bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 318 f.

#### 8.4. Egne aktier og anparte (egne kapitalandele)

af dette princip fører til i de enkelte medlemsstater, sml. herved reglerne i den øvrige AktG § 71, stk. 1, nr. 8, den svenske ABL (2005) 19 kap., 14 §, og den finske ABL 15 kap., 6 § (Riktat förvärv och riktad inlösen).

Man kan spørge, om alle selskabets kapitalejere har krav på at få et tilbud om tilbagekøb, modsvarende reglerne om *fortegningsret* ved kapitaludvidelse. Er der tale om et borsnoteret selskab, ber tilbagekøbet i almindelighed foretaget ved køb på borsmarkedet, hvilket jo indebærer, at aktionærerne ligevelles, evt. ved at der gives et offentligt købstilbud til aktionærerne efter reglerne i kapitalmarkedsloven. En fast regel herom kan der dog ikke opstilles. Det kan ikke udelukkes, at der er situationer, hvor det kan være i selskabets interesse at erhverve aktier fra bestemte aktionærer. Både i borsnoterede og i ikke-borsnoterede selskaber må et »sikrte« tilbagesalg kræve, at der er en saglig grund til samme måde som ved fravigelse af fortugningsretten, jf. foran i kap. 7.2.5. Et eksempel kunne være, at selskabet ønsker at fungere som *umarkedet* for kapitalandele i lukkede selskaber. Det vil også – måske bortset fra helt særlige situationer – stride mod lighedsprincippet og reglerne om minoritetsbeskyttelse, hvis der købes til over markeds kurser fra enkelte aktionærer.

Opkøb af kapitalandele kan føre til en kapitalnedsættelse, men opkøbet kan også stå alene. Kravet om ligestilling af kapitalejere vil som nævnt i begge tilfælde være opfyldt, såfremt opkøbet sker via borsmarkedet. I et ikke-borsnoteret selskab ber kapitalejere som udgangspunkt have lige adgang til at sejle tilbage til selskabet. En saglig grund til at fravige dette udgangspunkt kan f.eks. være, at selskabet har påtaget sig pligt til tilbagekøb fra nogle kapitalejere. Et tilbagekøb kan også være en løsning på en minoritetskonflikt. Fravigelsen krever ikke en sterlig generalforsamlingsbeslutning, hvis opkøbet ikke er en del af en kapitalnedsættelse. Er det sidste tilfældet, skal fremgangsmåden ved gennemførelsen vedtages efter SL § 106, dvs. med flertal til vedtægtsændring.<sup>47</sup>

##### 8.4.10. Har liberaliseringen givet anledning til misbrug?

Udvidelsen af mulighederne for at erhverve egne kapitalandele bliver brugt – og i nogle tilfælde også misbrugt. Denne risiko var lovgiver naturligvis opmærksom på.

For de borsnoterede selskaber gør udvidelsen det muligt at gennemføre tilbagekøbsprogrammer i større stil uden at skulle gennemføre successive kapitalnedsættelser, som jo afskærer selskabet fra at gennemføre et aktiesaglig

47. H. herved også Schans Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg. 2017, p. 450.

uden at skulle igennem en kapitalforhøjelsesprocedure. I reglerne om kør. manipulation i markedsmisbrugsforordningen og i tilbagekøbsforordningens safe harbour-regler findes der imidlertid et lovgrundlag til at håndtere tilbagekøb og modvirke misbrug, om end det præcise indhold af reglerne kan være tvivl.

Forarbejderne til de liberaliserede regler anførte i øvrigt, at de nye muligheder ikke vil medføre en væsentligt forøget risiko for selskabets kreditorer og de kapitalejere, der kun har en minoritetspost i selskabet.<sup>41</sup>

For så vidt angår minoriteten henvises som nævnt til, at selskabslovens lighedsgundsætning og reglerne om minoritetsbeskyttelse finder anvendelse.

Der er ikke offentliggjort selskabsretlig praksis om misbrug i forbindelse med erhvervelse eller salg af egne aktier. Evalueringen af selskabsloven i 2013 påviste ikke misbrug.<sup>42</sup>

### 8.5. Økonomisk bistand med et kapitalselskabs egne midler

#### 8.5.1. Indledning

De tidligere danske regler om aktionærfinansiering og selvfinansiering i AL §§ 115 og 115 a var meget restriktive – og væsentlig mere restriktive end selv det oprindelige kapitaldirektiv krævede. Det var forbudt både at yde løn og at stille

48. Bemerkningerne til L 170-2008-49 p. 318, bemærkningerne henviser p. 319 også til de nye bestemmelser i SL § 58 om et offentligt ejerregister, der vil øge informationen om selskabernes besiddelse af egne kapitalandele. I hidtidig praksis har der kun været ganske få domme om egen aktier. U 2004-261 Ø fritfandt for overtrædelse af forbuddet mod at tegte egne aktier i forbindelse med en aktieemission. Aktierne var tegnet af et selskab tilhørende den administrerende direktør, og det emitterende selskab købte samtidig et tilsvarende antal aktier af direktørens selskab. Anklagemyndigheden havde påstillet straf efter en analogi af aktieselskabslovens § 48 h, stk. 1, men dette blev afvist af Østre Landret. Dommen vedrørte alene spørgsmålet om strafensvar efter aktieselskabsloven, men sagstørlets illustration også en berørrelig problemstilling vedrørende problemer med fuldkomning af emissioner. Den berørrelige vinkel kom derimod til vurdering i Midtbørs-dommen, U.2005-984 H, hvor banken og bankens ledelse blev fritfundet for overtrædelse af underforbuddet ved bankens erhvervelse af egne aktier. Se videre dommen og argumenterne refereret form i afsnit 8.4.8.
49. Har selskabet vægt revanche eller udvidet gennemgang af selskabets finregnskab, skal revisor i revisionspligtningen eller eksteringen om udvidet gennemgang give oplysninger om ledelsessanavar, jf. nedenfor i kap. 13. Disse oplysninger kan bl.a. angå overholdelse af selskabslovens bestemmelser, herunder reglerne om egne kapitalandele. Se nærmere om de erklæringernes konsekvenser, såfremt reglerne om egne kapitalandele ikke overholder Jesper Schausen i NTS 2020-2/3, p. 160 f., 171 f.

## 8.5. Økonomisk bistand med et kapitalstelskabs egne midler

midler til rådighed i forbindelse med erhvervseje af aktier i selskabet, jf. AL § 115, alk. 1 og 2.

Der er hverken i det oprindelige kapitaldirektiv eller i det ændrede kapitaldirektiv fra 2006 krav om regulering af endsige forbud, mod aktionær-lån og direktivændringen betød, at det nu er muligt for medlemslandene at tillade selvfinansiering på visse vilkår.

I overensstemmelse med det generelle formål om at undgå overimplementering og under hensyn til en udbredt kritik af de restiktive danske regler anbefalede Moderniseringsudvalget både at tillade lån til kapitalejere og ledelsesmedlemmer og at tillade selvfinansiering – begge dele på nærmere angivne betingelser.<sup>50</sup> Lovforslaget fulgte udvalgets anbefalinger, men under Folketingets forhandlinger viste der sig modstand mod at ændre aktionær-lån-reglerne, og resultatet blev på dette punkt, at det gældende forbud blev oprettholdt.<sup>51</sup> Med en lovaændring i 2016 – med virkning fra 1. januar 2017 – er reglerne om kapitalejer-lån imidlertid lempet således, at kapitalejer-lån er tilladt på visse betingelser, jf. i det følgende.

Overskriften på selskabslovens kapitel 13 »økonomisk bistand med et kapitalstelskabs egne midler«. Kapitlet omfatter dels et regelsæt med overskriften »selvfinansiering«, §§ 206-209, og dels et regelsæt med overskriften »økonomisk bistand til moderselskaber, kapitalejere, ledelsesmedlemmer m.v.«, §§ 210-212. Det er de regler, som tidligere, og mere mundret, blev omtalt som »aktionær-lån« og »koncernlån«.

Endelig indeholder §§ 213 og 214 undtagelsesregler vedrørende pengeinstitutter og vedrørende bistand til medarbejdernes erhvervseje af kapitalandele.

Reglerne i SL kap. 13 omfatter både aktieselskaber og anpartsselskaber.

Kapitlet afsluttes med en bestemmelse, § 215, om tilbagebetaling af ulovligt ydet bistand.

**8.5.2. Bistand til moderselskaber, kapitalejere, ledelsesmedlemmer m.v.**  
Holdningen til aktionær-lån har været vekslende gennem tiden. 1930-loven indeholdt ikke regler om aktionær-lån, men sådanne lån var efter aktieselskabsregistrets praksis i realiteten udelukket indtil Højesterets dom i U 1952.30. Dommen førte til en lovaændring i 1952, hvorved aktionær-lån i

50. Jf. således Moderniseringsbetænkningen nr. 1498.2008 p. 485 ff.

51. Se bemærkningerne til udvalgsbetænkningen afgivet 15. maj 2009, bilag 14, nr. 36 og 37. Det bemerkes her ganske kortfattet, at den forslede lempelse af reglerne om lån m.v. fra et selskab til selskabets kapitalejere og ledelsesmedlemmer samt disse nærtstående udgår af lovforslaget, således at det gældende forbud mod sådanne lån m.v. videreføres.

## Kapitel 8. Beskyttelsen af selskabets kapital

børsnoterede selskaber, men ikke i andre selskaber, blev tilladt.<sup>52</sup> Hovedsynspunkter bag denne opdeling var, at faren for misbrug i særlig grad var sigtig gældende i lukkede selskaber.

Selskabsretligt kan man sige, at der foreligger misbrug i forbindelse med aktionær-lån, hvis ejerne tager midler ud af selskabet på en måde, der skader kreditorerne, dvs. hvis det er risiko for, at lånet ikke betales tilbage. Aktionsær-lånebestemmelserne tog direkte kun sigte på at varetage kreditorinteresser. Hvis enkelte aktionærer begünstiges ved favorable lån, strider dette imidlertid mod lovens minoritetsbeskyttelsesregler og kan medføre erstatningsansvar, jf. nedenfor i kap. 14.

Den lovændring, som gennemførtes med 1973-loven, var for så vidt selskabsretligt konsekvent: Hvis ejerne kun lovligt kan tage midler ud i form af lån mod betryggende sikkerhed og i et omfang, der svarer til, hvad der kan udbetales som udbytte – ordningen efter 1973-lovene – kan kreditorerne, hvis bestemmelserne overholdes, ikke klage. Imidlertid har det vist sig, at ulovlige aktionær-lån er forekommeligt i betydeligt omfang.<sup>53</sup> Mange eksempler fra praksis viser, at der i høj grad var en realitet bag den forladte sondring mellem de selskaber, som domineres af få aktionærer, og større publikumsselskaber, jf. således dommene vedrørende AL 1973 5 115, som alle angår de forstnevnte selskabstyper.<sup>54</sup> Dommeantyder, at det selskabsretlige problem ikke så meget ligger i reglerne indhold som i deres overholdeelse.

52. Se om udviklingen under 1930-loven nærmere *Gomard, Aktieselskaber*, 1970, p. 172, jf. også *Gomard, Aktieselskaber og anpartsselskaber*, 5. udg., p. 358 f. En grundig redegørelse for aktionær-lånereglerne og henunder Erhvervstyrelsens praksis gives af *Mette Neville i Selskabets kapital*, 1999, p. 46 ff. Jf. også *Mette Neville og Werkauff i U* 2003B, p. 201 f. Se endvidere *Niels Bang Sørensen* i NTS 2004:4 p. 444 f., særlig om lån inden for kæserner (cash pooling), jf. om samme emne *Søren Vandkilde Jacobsen og Christian Lindskilde Schmidt* i NTS 2002:4 p. 451 ff.
53. Den første store undersøgelse, som Erhvervstyrelsen lod foretage af årsregnskabene i 1993, viste således, at der forekom ulovlige aktionær-lån i 13 % af selskaberne. Undersøgelsen førte til opstramning af kontrolreglerne i årsregnskabsloven, jf. nedenfor i kap. 13. Erhvervstyrelsens indsats på regnskabs-, revisions- og selskabsområdet viser bl.a. på at øge regnskabernes kvalitet bl.a. på baggrund af, at der årligt konstateres ulovlige aktionær-lån. Se nærmere de successive årsberetninger fra Erhvervstyrelsen, senest årsberetningen fra 2019, udgivet maj 2020, der har undertitlen »Erhvervaretet kontroll og tilsyn i Erhvervstyrelsen». Erhvervstyrelsens kontrol omfatter bl.a. »videreførelse af den styrkede indsats over for ulovlige kapitalejerlån i den manuelle kontrol«, jf. årsberetningens afsnit 2.1. Det fremgår af årsberetningen, at ulovlige kapitalejerlån har været stigende, fra 669 i 2016 til 1322 i 2019.
54. Således U 1978:414 Q; U 1979:777 V; U 1980:435 V; U 1981:701.

### 8.5. Økonomisk bistand med et kapitalelskabs egne midler

Imidlertid har også skattemæssige betragninger spillet ind i diskussionen. Ved at tage lån overflyttes skattepligtig indkomst, i form af udbytte til lån, til et lån, og skattepligt undgås. Denne mulighed blev imidlertid afskaffet i 2012 ved reglen i LL § 16 E, hvorefter lån til kapitalejere med bestemmede indflydelse, jf. LL § 2, beskattes som løn eller udbytte. Beskatningen efter LL § 16 E sker uafhængigt af, om lånet selskabstiligt er lovligt eller ulovligt.<sup>55</sup> Ændringen af reglerne om kapitalejerlån ændrer ikke på de skatteretlige regler.

Summen af uviljen mod aktionærln resulterede i reglen fra 1982, hvorefter aktionærln generelt blev forbudt. Det er en regel, der materielt rekker videre, end de enkelte kritikpunkter hver for sig giver dækning for.<sup>56</sup> Det nyder ikke ved med at stramme reglerne. Indsatsen i de seneste år har da også i højere grad bestået i bestræbelser på at øge kontrollen med regjernes overholdeelse, bl.a. ved at give Erhvervsstyrelsen øgede muligheder for at kontrollere selskabers regnskabsmæssige forhold, jf. ARL §§ 159 og fulgtende. Efter ARL § 35a stilles yderligere krav om bunden reserve for beløb udlånt til kapitalejere, jf. om disse regler videre nedenfor i punkt 8.5.8.

#### 8.5.3. Låneforbuddets omfang

SL § 210, stk. 1, lyder nu således: »Et kapitalelskab kan direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for kapitalejere eller ledelsen i selskabet, hvis betingelserne i stk. 2 er opfyldt.«

Sikkerhedsstillelse kan have form af kaution, pant eller andet. Ved lån forstås udbetaling af penge eller pengeeffekter (veksler, checks, værdipapirer). Derimod ikke lån til brug af andre genstande som løsere eller fast ejendom. Selskabet kan eksempelvis lovligt erhverve en feriebolig eller en direktionsvogn, som stilles til rådighed for ejere eller direktion. Overladelse af genstande som *lån til eje* kan efter omstændighederne kvalificeres som et lån.<sup>57</sup>

Det er almindeligt forekommende og fuldt lovligt, at kapitalejerne har forretningsforbindelse, og dermed økonomiske mellomværrender, med selskabet.

55. Jf. herved f.eks. *Aage Michelseth m.fl.*, Latrebog om indkomstskaft, 18. udg., 2019, p. 1050 f.

56. Kapitaldirektivet kræver ikke et forbud mod aktionærln. Aktionærln er ikke forbudt i alle EU-lande, således f.eks. ikke i England. Det svenske forbud mod aktionærln i ABL foreslges ophævet, jf. SOU 2001:1 p. 373 ff. Hvilvarende om det finske forslag til ny lov *Manne Airakstinen* i NTS 2004:1 p. 62 f., 67. I den vedtagne svenske ABL (2005) blev aktionærlnæforbuddet imidlertid opretholdt.

57. Jf. herved *Lars Bunch og Søren Corfixsen What*, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 933.

Det var en væsentlig modifikation i det tidligere låneforbud, at denne ikke, som det siges i forarbejderne til aktieselskabslovens bestemmelse om aktie-, nærlån, omfatter dispositioner, der er erhvervsmæssigt begrundet og er sædvanlige både for selskabet og inden for branchen i almindelighed. I lyset af det totale forbud var der naturligvis et pres på rækkevidden af denne modifikation. Hvis en kapitalejer ønskede at tage penge ud af selskabet, var det nærliggende at lade overskøten fremtræde i form af et forretningsmællemværde. Der var ingen skarp grænse eller sikre kriterier, der skiller det lovlige mellemværende fra det ulovlige løn.<sup>58</sup> Også efter at linereglerne er lempet, gælder modifikationerne vedrørende sædvanlige forretningsmæssige dispositioner stadig. Konsekvensen bliver nu blot, at disse ikke skal opfylde betingelserne i § 210, stk. 2. Dette fremgår direkte af en ændring i SL § 212.

Den nævnte modifikation har været almindeligt anerkendt såvel i teori som i praksis. Den er lovfestet i SL § 212 som en undtagelse, der gælder for en »sædvanlig forretningsmæssig disposition«. Lovbemærkningerne til § 212 i ændringsloven gengiver med lidt andre ord indholdet af hidtidig praksis som beskrevet i note 58.

Erhvervelse af pantebreve udstedt af kapitalejere antages i Erhvervstyrelsens hidtidige praksis at være udtryk for et låneforhold.<sup>59</sup> Selskabet antages derimod at kunne erhverve et sådant pantebrev fra en tredjemand, medmindre transaktionen har karakter af en omgåelse af låneforbuddet. Ligeledes kan en kapitalejer ifølge Erhvervstyrelsens hidtidige praksis udstede et normalt ejer-gepantebrev til selskabet i forbindelse med erhvervelse af en fast ejendom fra

58. Se her til Mette Neville i Selskabers kapital, 1999, p. 46 f., 60 f., samt Mette Neville og Werkauff i U 2003B, p. 201 f., hvor der refereres til Erhvervstyrelsens tidligere praksis. De generelle kriterier, der anvendes, er navnlig, hvørvidt dispositionen er erhvervsmæssigt begrundet, og om den er sædvanligt både for selskabet og inden for branchen. Det følger af disse kriterier, at dispositionen skal være i selskabets egen forretningsmæssige interesse, bl.a. således at selskabet ville have foretaget dispositionen, selv om selskabet ikke var undergivet aktionærers indflydelse. Efter bemærkningerne til selskabsloven er der ikke tilsligt ændringer i denne praksis, jf. også ovenfor i teksten. Se endvidere Werkauff i Den nye selskabslov, Mette Neville og Karsten Enggård Sørensen (red.), 2009, p. 299 f. En række kendelser fra Erhvervsankene nævnet fra de seneste år belyser den aktuelle faststillelse af ordene »sædvanlige forretningsmæssige mellemlænder«. Se eksempelvis to kendelser af 10. maj 2017, begge omtalt i Erhvervsankenes årsberetning 2017 og gengivet hos Lars Bunch og Søren Corfuzen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 972 f.
59. Jf. Lars Bunch Søren Corfuzen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 933.

selskabet.<sup>60</sup> Når det overhovedet er tilladt at have forretningsmællemværender mellem kapitalejere og selskabet, må man acceptere, at der kan etableres arrangementer, som realiserer et ønske om at få kapital fra selskabet. Et afgørende synspunkt ved fortolkningen af låneforbuddet bør generelt være, om kreditorerne udsættes for risiko. Det afgørende må være, om arrangementet er en regulær overdragelse eller blot en (maskeret) måde at opnå lån på. Tilsvarende må således også gælde, hvis kapitalejere overdrager løsoregenstande til selskabet. Dette kan ske til eje, men ikke til sikkerhed.

#### 8.5.4. Den omfattede personkreds

Låneeglerne omfatter selskabets kapitalejere. Selskabets ledelse kan imidlertid også udnytte deres stilling i selskabet til at bevilge sig selv lån i strid med selskabets interesser. Personer i ledelsen, dvs. personer, der er anmeldt til Erhvervsstyrelsen som direktører eller bestyrelsesmedlemmer eller medlemmer af et evi. tilsynsråd, omfattes derfor også af forbuddet. Efter SL § 210, stk. 1, 2. pkt., omfatter låneforbuddet også kapitalejere og ledelsen i selskabets moderselskab, og i andre virksomheder end moderselskabet, der har bestemmelte indflydelse over selskabet. Se dog undtagelsesbestemmelsen vedrørende danske og udenlandske moderselskaber i SL § 211, jf. om denne bestemmelse nærmere i det følgende.

Forbuddet gælder alene for personer, der er medlemmer af ledelsen på det tidspunkt, hvor långet ydes, eller sikkerhed stilles. At en låntager senere bliver kapitalejer eller ledelsesmedlem, gør intet. Lån skal ikke tilbageføres efter reglen i § 215. Forbuddet gælder til gengæld, uanset om der er tale om små eller større kapitalejere.<sup>61</sup>

I det oprindelige lovforslag var det overvejet at medtage en lovbestemmelse om lån m.v. til nærtstående personer, men man ønskede på daværende tidspunkt at afvente udviklingen. Under lovforslagets behandling i 1982 blev en sådan bestemmelse alligevel medtaget. Herefter omfattede forbuddet også lån m.v. til den, der var knyttet til en person, der var omfattet af 1. pkt. ved ægteskab eller ved slægtskab i ret op- eller nedstigende linje, eller som på anden måde stod den pågældende særligt nær (jf. herved U 2006.2013 H (ægtefælle) og U 2008.1572 H (familiemedlem til selskabets ledelse)). Det fremgik af bemærkningerne, at der med det sidstnævnte udtryk »fortrinsvis tages sigte

60. Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 934 anser det dog for tvivlsomt, om Erhvervsstyrelsen vil opretholde denne praksis under hensyn til, at anvendelse af siegerpartebreve er mindre hyppig i dag i forhold til tidligere.

61. En undtagelse vedrørende små aktionærer (under 1 pct.) findes i den svenske lovs 21 kap., 2 §.

på samlevene.<sup>62</sup> Denne udvidelse blev gentaget ondt i bemærkningerne til SL § 210, stk. 1, 3. punkt ved indførelsen i 2009. Ved lovændringen i 2016 blev reglen om nærtstående medietaget med bemærkningerne om, at de nye regler skal gælde samme personkreds som hidtil.

Under den tidligere gældende bestemmelse i AL § 115 har det været anset, at forbudet vedmørende lån til aktionærer m.v. kunne forstolkes således, at det omfattede lån til selskaber, hvor aktionærerne er ansvarlige deltagere som interesserter eller komplementarer i et K/S.<sup>63</sup> Det er usikkert, om forbejdernes til aktieselskabsloven med bemærkningerne til, hvad der argumenter herfor.<sup>64</sup> Efter Erhvervsstyrelsens hidtidige praksis omfattes ud-lån til andre aktie- og anpartsselskaber som er kontrolleret af den samme personkreds ikke, medmindre der tilsligtes en omgåelse af lånrestriktionerne, sml. den svenske ABL 21 kap., 1 §, nr. 5. Bemærkningerne til den nye selskabslov omtalte ikke spørgsmålet.

Inden for koncerne eksisterer traditionelt et økonomisk samarbejde, som også kan have form af långivning. Moderselskaber understøtter således ofte datterselskaber med kredit og lån i etableringsfasen. Hertil behøves ikke lov-hjemmel. Der er ikke tale om lån til kapitalejere.<sup>65</sup> Omvendt forekommer det også, at datterselskaber yder lån til eller stiller sikkerhed for moderselskabets forpligtelser, se f.eks. U 1977.811 Ø og U 1978.653 H.

SL § 211 undtagter koncernlån fra lånereglerne i SL § 210, stk. 2. Begrun-delsen herfor må sages i det praktiske behov for sådanne transaktioner. At koncernlån er lovlige, betyder ikke, at der fuldstændig fri kan overføres mid-ler til et moderselskab. Efter de almindelige regler om forsvarlig formuefor-

62. JF FT 1981-82 tillæg B sp. 1423.

63. JF herved Hævelager i RR 1977 p. 310 f. Denne praksis er videreført af Erhvervsstyrelsen, jf. Lars Borch og Søren Corfitzen Wær, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 931 f.

64. Gomard/Schouwburg-Müller anstager i Kapitalstudsakser, 8. udg., 2015, p. 474, at be-stemmelsen ikke omfatter fysiske personer. Menz Neville konkluderer i sin analyse i Selskabers kapital, 1999, p. 113, med samme argument som ovenfor i teksten, at juridiske personer ikke er omfattet. Tilsvarende Schatz Christensen, Kapitalselskaber 4. udg., 2014, p. 411 f. med - berigtigt - skopris mod, at Erhvervsstyrelsen løser dette og andre problemer ud fra omgangsbetrægteringer. Se lidt anderledes 5. udg., 2017, p. 422.

65. Det kan dog forekomme, at datterselskabet har aktier i moderselskabet. I så tilfælde forelå der en regelbrydning mellem aktionsærstof forbuddet efter § 115, stk. 1, og koncernlånreglen i § 211 a. Selskabsloven har klargjort forholdet, ved at § 211 giver direkte hjemmel til at yde koncernlån, jf. nærmere ovenfor i teksten. SL § 211 er ikke specialis i forhold til § 210.

### 8.5. Økonomisk bistand med et kapitalstelskabs egne midler

valning, jf. SL §§ 115 og 116, må ledelsen i det långivende selskab påse, at hovedet er forsvarligt. Efter bestemmelsens formål er det klart, at bestemmelsen må legitimere løn, som tjener koncernhelheden, jf. nærmere herom nedenfor i kap. 15. Lån, som på den anden side ikke kan tjene koncernformål, er materialt ulovlige uanset § 211, smt. herved U 1986.53 H, hvor en advokat blev erstatningsansvarlig for at have rådet til et lån, som blev brugt til at dække ansættelsernes gæld, samt U 2000.1013 H om bestyrelsесansvar for et usikret til et andet koncernselskab. Undtagelsen vedrørende koncernlån er ikke udtryk for, at farens for misbrug over for selskabernes kreditorer er mindre end andre tilfælde. Misbrug seses da også modvirket gennem de særlige bestemmelser om regnskab og revision i koncernforhold, jf. nedenfor i punkt 8.5.7.

Iosr i mange større selskaber er det blevet almindeligt at udstede medarbejdertilskud i forbindelse med aktieemissioner. Selskabslovene befordrer denne udvikling med bestemmelsen i SL § 162 om fravigelse af fortegningsretten til fordel for medarbejderne, jf. herom nærmere nedenfor i kap. 10. For at muliggøre, at selskabet kan medvirke ved finansieringen af medarbejdererhvervelse af kapitalandele, gør SL § 214 en undtagelse fra det almindelige forbud om ydelse af lån til erhvervelse af aktier i selskabet, idet bestemmelsen tillader dispositioner, der er foretaget med henblik på erhvervelse af kapitalandele af eller til medarbejdere i selskabet eller i et datterselskab. Overdragelsen kan ske umiddelbart til medarbejderne eller middelbart gennem en særlig fond, hvorfra medarbejderne erhverver kapitalandele, når eventuelle særligt fastsatte betingelser f.eks. om anciennitet er opfyldt. Forarbejderne forudsætter, at de etablerede finansieringsordninger har generel karakter og ikke blot er til fordel for enkelte medarbejdere. En optionsordning, der kun omfatter enkelte ledende ansatte, opfylder ikke denne betingelse. Selskabets direktører omfattes heller ikke af denne regel, men af reglen i § 210, såfremt ordningen alene er rettet mod direktørene. Et selskab kan således ikke påtage sig at finansiere udnyttelse af en optionsordning for selskabets direktører og generalforsamlingsvalgt bestyrelse. Derimod må medarbejdervalgte bestyrelsесmedlemmer frit kunne deltage i en finansieringsordning uanset ordene i § 214. De bør ikke stilles tingere end andre medarbejdere, fordi de sidder i bestyrelsen.<sup>66</sup> Finansieringen er begrænset til det beløb, der kan uddeles som udbytte, jf. SL § 214, stk. 3.

En særlig problematik i relation både til reglerne om økonomisk bistand i SL § 210 og reglerne om koncernlån i SL § 211 angår de såkaldte *cash-pool*.

66. Sm. herved Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 990 f., og for så vidt angår direktører, Jan Schaus Christensen, Kapitalstelskaber, 5. udg., 2017, p. 576, jf. samme, Kommentar p. 576.

ordninger. Den grundlæggende ide i disse ordninger er at samle – pool – koncernselskabers likviditet i en konto, således at der opnås (primært rentemæssige) besparelser for koncernen i forhold til den situation, hvor hvert enkelt koncernselskab styrer sin egen likviditet. Forarbejderne til selskabsloven overvejede, om der skulle indføres særlige regler om disse ordninger, men afstod herfra. I Erhvervsstyrelsens efterfølgende praksis vedrørende de cashpool-ordninger, som forelægges for styrelsen, foretages en konkret vurdering, som omfatter fire elementer: 1) om ordningen er almindelig inden for den pågældende koncern og branchen, 2) om selskabets deltagelse i ordningen indebærer fordele for selskabet, som overstiger den risiko, som selskabet påtager sig ved at deltage i ordningen, 3) om formålet er at omgå aktionærernes forbudet, og medfører ordningen, at der sker en ensidig konstant strum til aktionæreren, og 4) om selskabets deltagelse i ordningen i det konkrete tilfælde betragtes som en frivillig disposition.<sup>67</sup>

Selskabsloven omfatter som udgangspunkt kun danske selskaber, jf. foran i kap. 4. Bl.a. reglerne om økonomisk bistand til kapitalejere m.v. rejser imidlertid en række problemer i relation til udenlandske selskaber. Man kan således spørge, om et udenlandsk moderselskab kan udnytte undtagelsesbestemmelserne i SL § 211 til at optage koncernlån. Dette spørgsmål har stor praktisk betydning. Erhvervsstyrelsens opfattelse var i mange år, at det udenlandske selskab ikke er et moderselskab efter den danske lov, og at lånet derfor er et almindeligt aktionærslån, der er forbudt. Erhvervsstyrelsen har udtrykt sin opfattelse således, at det er de danske loves opgave at hindre, at de i Danmark registrerede selskabers aktionærer og kreditorer lidet tab. En risiko herfor ville efter styrelsens opfattelse foreligge både i forhold til selskaber inden for og uden for EU. Holdbarheden af styrelsens standpunkt i forhold til selskaber fra EU-lande har været anført, ikke mindst efter *Centros-dommen*, jf. om denne foran i kap. 4.<sup>68</sup> Erhvervsstyrelsen fik medhold i sin opfattelse ved Erhvervskonferencenets afgørelse af 13. oktober 1999, nr. 98-147.996.<sup>69</sup> Dette standpunkt er imidlertid ikke foreneligt med EU's etableringsregler.

67. Se herved nærmere om Erhvervsstyrelsens praksis *Lars Bunch og Søren Corfjeldt Whit*, Selskabsloven 3. udg., 2018, p. 950 f., jf. også Niels Borg i RR 2017 nr. 2 p. 43 f. Sm. odenfor i kap. 15 om det alkoholiske Rosenblum-koncept om afbalancering af fordele og ulemper med koncernstyring.
68. *Werlauff og Engvig Sørensen* i TFB 1991 p. 246 f., og samme i U 1992B, p. 8 f., *Engvig Sørensen* i U 1990B, p. 303 f., *Bøye Jacobsen* i U 1992B, p. 180 f., *Paul Kräger Andersen*, Studier i dansk koncernret p. 350 f., og *Mette Neville* i Selskabets kapital, p. 46 f., 72 f.
69. Jf. herom *Karsten Engvig Sørensen* i U 2000B, p. 103.

Spørgsmålet om forholdet til EU-retten blev rejst, da det udenlandske selskab indbragte afgørelsen for Østre Landsret og i den forbindelse anmodede en af få sagen forelagt EU-Domstolen som præjudicelt spørgsmål. Forinden denne forelæggelse skete, tog Erhvervsstyrelsen bekrefende til genmæle. Umiddelbart herefter offentliggjorde styrelsen et notat, hvorefter styrelsen endrede praksis. Styrelsens opfattelse var efter notatet, at moderselskaber, som er beliggende i EU- og EØS-lande, kan optage lån i deres danske datterselskaber. Modsatningsvis betragtedes lån til moderselskaber fra andre lande, især hvis USA, fortsat som ulovlige kapitalejerlån.<sup>70</sup> De udenlandske selskaber, der ligestilles, skal dernæst have en selskabsform, der kan sidestilles med danske aktie- og anpartsselskaber.

Erhvervsstyrelsens praksis vedrørende udenlandske moderselskaber imodkomm en kritik, der blev rejst fra flere sider, både fra teoretisk og praktisk hold. Anerkendelsen af, at udenlandske selskaber kan sidestilles med danske, rejser imidlertid en række problemer. Erhvervsstyrelsen har for nogle år siden gennemført et arbejde med henblik på at udrede konsekvenserne af den nye praksis og evt. foreslå ændringer i lovgivningen. Erhvervsstyrelsen ser først og fremmest en fare i, at kreditorerne i danske datterselskaber udsættes for en fiktivt risiko. Det må dog fremhæves i så henseende, at reglerne om kapitalgjeld skal læses i sammenhæng med reglerne om ledelsesansvar, jf. således U-2000:1013 H og nedenfor i kap. 14. Hvis der således ydes lån til et udenlandsk moderselskab, har det danske datterselskabs ledelse pligt til at vurdere, om det er forsvarligt at yde lånet. Dette følger som nævnt allerede af de hidtil gældende regler om ledelsesansvar. Styrelsens arbejde resulterede i en omfattende rapport »Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber« i 2001. Der blev udarbejdet et lovforslag med en videregående adgang til at yde lån til udenlandske selskaber mod en række yderligere garantier og betingelser. Forslaget blev imidlertid ikke gennemført.

Moderniseringsudvalget vurderede problemstillingen i relation til reglerne om koncernlån og anbefalede, at disse regler også omfattede lån til moderselskaber uden for EU/EØS. For de sidstnævntes vedkommende efter en risikovurdering. Resultatet blev reglen i SL § 211, stk. 2, som gav Erhvervsstyrelsen hjæmmepligt til at fastsætte nærmere regler om, hvilke lande der er omfattet af reglen om koncernlån. Efter bemærkningerne til loven er det hensigten at tillade

<sup>70</sup> En konsekvens heraf var, at lån til det amerikanske »moderselskabs« ledelse og aktionærer er lovligt, jf. § 115, stk. 1, modsatningsvis. Dette var en uhensigtsmessig konsekvens. Bestemmelsen i SL § 211, stk. 2, vil som alledet konsekvens modfare, at der hverken kan ydes lån til et »moderselskab«, der ikke står på Erhvervsstyrelsens liste (jf. ovenfor i teksten), eller til dette selskabs ledelse.

økonomisk bistand til moderselskaber i EU- og EØS-lande samt lande, der indgår i OECD's landerisikoklassifikation i de to bedste kategorier 0 og 1. Regler er fastsat i bkg. nr. 85 af 30. januar 2020. Det drejer sig eller bekendt, gørelsen om selskaber, der har hjemsted i EU/EØS-lande, Schweiz, Australien, Canada, Chile, Island, Japan, Sydkorea, New Zealand, Israel, Singapore, Taiwan, USA og efter Brexit også Storbritannien og Nordirland. Det betyder, at lån kan gives til moderselskabet i de nævnte lande, uden at betingelserne i SL § 210, stk. 2, er opfyldt. I forhold til moderselskaber i andre lande end de nævnte skal betingelsen i § 210, stk. 2, derimod være opfyldt.

Den ændrede praksis vedrørende udenlandske moderselskaber har betydning i relation til samtlige øvrige koncernregler i selskabslovene. Se herom nærmere nedenfor i kap. 15.

Den nyere diskussion om låneforbudet har som nævnt foran beskæftiget sig indglede med spørgsmålet om, hvorvidt udenlandske moderselskaber omfattes af reglerne om koncernlån. Man kan også spørge, om udenlandske datterselskaber omfattes. Erhvervsstyrelsen og en utrykt Østre Landsret-dom af 4. maj 2004 har i relation til selvfinsanieringsreglen i SL § 206 indtaget den holdning, at det danske moderselskab kan pålægges at sikre, at det udenlandske datterselskab overholder forbuddet mod selvfinsaniering. Formelt set gælder de danske selskabsretlige regler imidlertid ikke for et tysk (datter-) selskab. Man kan argumentere for, at Erhvervsstyrelsen og Østre Landsret relativt vil tilhænge selskabslovens ekstraterritorial virkning.<sup>71</sup>

### 8.5.5. Betingelserne for ydelse af lån til kapitalejere

Efter SL § 210, stk. 2, kan kapitalselskabet kun yde bistand, hvis betingelserne i bestemmelserne er opfyldt.

Betingelserne er følgende:

Efter stk. 2, nr. 1, skal den samlede økonomske bistand kunne rummes inden for selskabets frie reserver, jf. SL § 180, stk. 2. Det betyder bl.a., at hvis selskabet som konsekvens af lånet m.v. skal indeholde beløb til afregning af udbytte- eller A-skat, så skal ikke kun det til låntager udbetalte nettobeløb, men også det indholdspligtige beløb til afregning af skatten kunne rummes inden for de frie reserver. Den økonomske bistand skal endvidere

71. Jf. således Jacob Haug Madsen i NTS 2006:3 p. 78 f., og Jan Schaus Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 438, samt tilsvarende Schunnenburg-Müller og Wernauff, Selskabsloven 3. udg., 2020, p. 1183. Uanset den rejste kritik i teorien har Erhvervsstyrelsen fastholdt sit standpunkt, jf. berved Lars Borch og Søren Corfman Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 909 f. Højesterets dom U 2007.2600 H tog ikke stilling til spørgsmålet.

## 8.5. Økonomisk bistand med et kapitalselskabs øjne midter

ved på sædvanlige markedsvilkår med hensyn til rente, afvikling, sikkerhedstilfælde og kreditvurdering. Bemerkningerne til bestemmelserne anfører, at vilkårene skal svare til de vilkår, som kapital ejeren eller ledelsesmedlemmet ville kunne opnå i en bank.

Efter stk. 2, nr. 2, skal beslutningen om økonomisk bistand træffes af generalforsamlingen eller af selskabets centrale ledelsesorgan efter bemyndigelse fra generalforsamlingen.

Eller stk. 2, nr. 3, kan beslutningen om økonomisk bistand først træffes efter allægelsen af selskabets første årsrapport.

Det følger af bogføringslovens §§ 9 og 10, at selskabet skal kunne dokumentere, at beslutningen om at yde lån er vedtaget af selskabets generalforsamling eller af selskabets ledelse efter bemyndigelse, samt at selskabet skal opbevare den pågældende dokumentation i 5 år fra udlobet af det regnskab, i hvilket lånet er ydet.

Hvis der er tale om lån m.v. til selvfinansiering, skal betingelserne i SL §§ 206-209 være opfyldt, for at dispositionen er lovlig, jf. herom straks nedenfor.

### 8.5.6. Selvfinansiering

AL § 115, stk. 2 (Apl. § 49, stk. 2) udvidede låneforbuddet, idet det bestemte – i Danmark oprindelig inspireret af fremgangsmåden i Boss-affæren<sup>72</sup> – at et selskab ikke må yde lån eller stille sikkerhed til erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab (*selvfinansiering*). Forbuddet mod selvfinansiering er i de seneste år hyppigt blevet anvendt i forbindelse med selskabstemmersager, jf. således allerede Satair-dommen U 1997-364 H. Efter de retningslinjer, som Højesteret fastlagde i denne og senere sager, er et stort antal selgere og rådgivere anset erstatningsansvarlige, jf. nærmere nedenfor.

Rækkevidden af § 115, stk. 2, var ikke klar og har bl.a. givet vanskeligheder i forbindelse med virksomhedsovertagelser, herunder såkaldte management og leverage buy outs.<sup>73</sup> Problemet er, at virksomhedsoverdragelser i dag

72. If. berved Boss-sagenene U 1970.96 H, U 1970.795 H og U 1970.803 H samt U 1973.417 H og hertil Boss-betænkningen nr. 690:1973 p. 94 f. og 129 f. Kravet om forbud mod selvfinansiering findes imidlertid også i det oprindelige kapitaldirektivets art. 23, og § 115, stk. 2, blev ved implementeringen af dette direktiv formuleret i overensstemmelse hermed, hvilket har givet anledning til fortolkningsvirvel, jf. ovenfor i teksten.

73. Se f.eks. *Werkaffari Jur.* 1992 p. 282 f., Selvfinansierende aktieovertagelse, og Michael Sørensen i U 1996B, p. 72 f. Erhvervsstyrelsens praksis blev gennemgået af Anders

ofte aker, uden at køberen umiddelbart har den tilstrækkelige kapitalmæssige baggrund. Management buy outs, hvor den eksisterende ledelse overtager virksomheden, er et typeeksempel, men langt fra det eneste. Finansieringen af overtagelsen må i disse tilfælde være ekstrem, og overtagelsen må samtidig, hvis overtagelsen er økonomisk rationel, i sidste instans kunne finansieres af den overtagne virksomhed. De ender, der skal bringes til at nå sammen, er betalingen af de lån, som det typisk har været nødvendigt at optage for at betale de købte aktier, og omfanget af lovlige udbetalinger fra det overtagne selskab.

Liberaliseringen af kapitaldirektivet i 2006 indeholdt bl.a. en lempelse af reglerne om selvfinansiering. Efter det ændrede direktivs art. 23 kan medlemsstaterne tillade selvfinansiering, forudsat at der gælder nærmere angivne regler, der beskytter kreditorer og aktionærer.

Fieraltet i Moderniseringsudvalget tilsluttede sig den opfattelse, at det eksisterende forbud har været for usikr og bl.a. i relation til virksomhedskab og anbefalede derfor at udnytte lempelsen af kapitaldirektivet. I modsætning til forholdet vedrørende aktionærinns fulgte Folketinget Moderniseringsudvalgets anbefaling. Reglerne om selvfinansiering findes nu i SL kap. 15, § 206 og følgende.

Udgangspunktet i SL § 206, stk. 1, er stadig et forbud mod selvfinansiering. Liberaliseringen er betinget. SL § 206, stk. 1, bestemmer, at det er forbudt »direkte eller indirekte (at) stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemand erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moder-selskab«.

Kun hvis de betingelser, der angives i SL § 206, stk. 3, og §§ 207-209 bl.a. er opfyldt, er selvfinansiering lovlig.

Hvis en køber af et selskab ikke umiddelbart er i besiddelse af købesummen, men har behov for, i forbindelse med købet eller senere, at hente penge i selskabet – typisk for at tilbagebetale et lån, som det har været nødvendigt at optage for at erstatte købesummen – sammen med selskabet tilrettelægger en finansiering, og selskabet gennemfører den proces, som foreskrives i de nævnte paragraffer, er finansiering lovlig. Der er med andre ord tale om et eksempel på såkaldte *safe harbour-regler*.

Braad og Claus Nielsen i NTS 2001:4 p. 455 f. Problemstillingen – efter den parallelle bestemmelse i den norske dagelidende aktieselskabslov § 12-10 – blev behandlet af Johan Gjertsen i bogen *Selskapsfinansierede aksjeaktiver*, 1996. Udtrykket »stille midler til rådighed« indgår også i den nyskabende § 8-10, jf. her til Aarboøke m.fl. *Aksjeloven og allmenne aktieloven*, 4. udg., 2012, p. 643 f. og 1164 f. Norge har ligesom Danmark udnyttet liberaliseringen af kapitaldirektivet.

Kan eller vil parterne ikke opfylde undtagelsesreglerne betingelser, vil finansieringen kun være lovlig, hvis den falder uden for rammerne af forbudet i § 206, stk. 1.

SL § 206, stk. 1, er identisk med den tidligere regel i AL § 115, stk. 2. Den udklædning, der har været om fortolkningen af forbudsbestemmelserne, vil således fortsat eksistere og vil have praktisk betydning, såfremt undtagelsesreglerne ikke opfyldes, f.eks. U 1997:444 H om en konsulentaftale. Hvis undtagelsesreglerne derimod viser sig at være udformet og blive administreret på en sådan måde, at alle virksomhedsovertagelser, som er i selskabets interesse og ikke skader kreditorene, kan gennemføres, er lempelsen pr. definition velbegyndet. I så fald vil den praktiske hovedregel blive, at der kan gennemføres selvfinansiering.

En restriktiv forståelse og administration af undtagelsesreglerne vil omvendt modvirke et pres på rækkevidden af lempelsesreglerne. Den hidtidige praksis om forståelsen af selvfinansieringsforbuddet vil i så fald stadig være relevant.

Bemærkningerne til SL § 206, stk. 1, anfører, at »der er tale om en konkret vurdering, når det skal fastslås, hvorvidt en bestemt disposition er omfattet af forbuddet. Bestemmelserne om selvfinansiering har hidtil været fortolket og skal også fremover fortolkes ud fra formålet, hvor der lægges vægt på, om der rent faktisk er foretaget selvfinansiering«.<sup>74</sup> Bemærkningen svarer til den opfattelse, som har ligget til grund for Erhvervsstyrelsens praksis, som således vil blive opretholdt, måske endda i (endnu) mere restriktiv form i betragtning af selskabernes mulighed for at følge undtagelsesreglerne.<sup>75</sup>

Forbuddet mod selvfinansiering bledes op med de efterfølgende bestemmelser i § 206, stk. 2 og 3, og §§ 207-209. Disse bestemmelser opnår de betingelser, hvorunder selvfinansiering er lovlig. De generelle betingelser, der opregnes i § 206, stk. 2, er:

74. Jf. bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 325.

75. Erhvervsstyrelsens hidtidige praksis er udfløjt gennemgået hos Lars Bunch og Søren Christensen Wahr, *Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 865 ff. Forfatterne anfører bl.a. at »Det er (derfor) vigtigt med en principbaseret regulering, som er robust overfor udviklingen og opfindelse af nye kreative omgåelsesforslag«. Denne fortolkningstilgang – som ubestrideligt har støtte i bemærkningerne til loven – medfører, at det ganske ofte er vanskeligt for selskaberne og deres rådgivere at foretage en sikker vurdering af, om der foreligger selvfinansiering. De nye regler giver (derfor) anledning til debat. Se bl.a. John Svensson og Mathias Krarup i NTS 2011B, p. 97 f., Henrik Kure i U 2011B, p. 293 f., jf. samme Finansieringsret, 2015 p. 115 ff., Martin Chr. Krubl og Søren Høgh Thomsen i NTS 2011-3 p. 54 f. og Jacob Lund Andersen i U 2011B, p. 293 f.

- at der kræves godkendelse af generalforsamlingen, jf. nærmere herom i § 207.
- at beslutningerne er forsvarlige, jf. herved kravene i §§ 206, stk. 3, og 208, og
- at den økonomiske bistand sker på sædvanlige markedsvilkår, jf. § 209.<sup>76</sup>

Generalforsamlingens godkendelse skal foreligge, før den økonomiske bistand ydes. Til brug for generalforsamlingens beslutning skal selskabets centrale ledelsesorgan fremlægge en skriftlig redegørelse, som angiver baggrunden for forslaget om økonomisk bistand, selskabets interesse i at gennemføre dispositionen, betingelserne, der er knyttet til gennemførelsen, en vurdering af dispositionens konsekvenser for selskabets likviditet og solvens samt den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene, jf. SL § 207. De to første elementer i redegørelsen, henholdsvis baggrunden for forslaget om økonomisk bistand og redegørelsen for selskabets interesse i dispositionen, må ses i sammenhæng. Redegørelsen for det første skal give grundlag for at vurdere det sidste. Forarbejdsmøde til loven angiver ikke, hvad der ligger i henvisningen til »selskabets interesser«. Selskabets interesse må formentlig forstås som samlebetegnelse for de interesser, som beskythes af selskabsloven, her set i lyset af baggrunden for selvfinansieringsreglerne. Det betyder først og fremmest beskyttelse af kreditorinteresser. Hvis modtageren af et lån således ikke vil være i stand til at betale et lån tilbage, og lånet derved truer selskabets eksistens, vil lincet ikke være i selskabets interesse. I forhold til aktionærerne er det vanskeligere at afgøre, hvad der er selskabets interesse. Negativt bestemt må det være klart, at særhedsyn, leks. til en hovedaktionær, falder udenfor. Udrykt positivt må det i vidt omfang være op til aktionærerne at afgøre, hvad der er selskabets interesse.<sup>77</sup>

Generalforsamlingens godkendelse skal træffes med vedtagtsmæssig majoritet, jf. SL § 106, og ledelsens redegørelse skal tillige offentliggøres i Enhvervsstyrelsens IT-system.

Det materielle indhold i de ovennevnte betingelser går ikke videre end de krav, der også tidligere måtte (havde kunne) stilles til en ansvarlig ledelse. De ekstra garantier, som tilføjes, er knivet om generalforsamlingens godkendelse og offentliggørelse. Godkendelsen vil i sig selv næppe volde vanskelighed i

76. Moderniseringssænkningen 1496/2008 p. 518 f.

77. Jf. herved Lars Borch og Jan Schous Christensen i U 2011B, p. 1 f. (kapitalejernes kollektive interesse i selskabet) og Paul Kriger Andersen og Evelyn B. Sorvadze om shareholder primacy i The European Financial Market in Transition, 2012, p. 169 f., samt foran i kap. 2.1 om selskabets interesse.

## 8.5. Økonomisk bistand med et kapitalselskabs egne midler

af mange selskaber, hvor ejerskabet er koncentreret (»hovedaktionærer-selskaber«). Kravet om en skriftlig redegørelse vil imidlertid etablere et sikker udgangspunkt for en mulig efterfølgende ansvarsbedømmelse. Set fra et ledelsesperspektiv vil en omhyggelig og loyal redegørelse, som indeholder alle relevante overvejelser, friholde ledelsen for ansvar. Ansvarret vil hvile på generalforsamlingsflertallet. Grundlaget for denne bedømmelse vil være generalflåsullen i SL § 108 og reglerne om kapitalejerens erstatningsansvar i SL § 362. Igennem forudsat at der gennemføres en loyal og omhyggelig vurdering og beslutning, er det vanskeligt at forestille sig, at der bliver tale om ansvar for kapitalejerne. Tilfælde, hvor formålet er at gennemføre selskabstømning som et tidligere og andre illoyale transaktioner, vil derimod både blive vanskeligt at gennemføre og lettere at afsløre.

Det er ikke en materiel nyskabelse, at beslutningen skal være forsvarlig. Det er pædagogisk klargørende, men ikke nyt, at ledelsen skal foretage en kreditvurdering af den kreds, der modtager økonomisk bistand, jf. SL § 206, stk. 3. Nyt er det derimod, at § 208, i overensstemmelse med kapitaldirektivet art. 23, stk. 1, begrænser den lovlige bistand til beløb, der kan anvendes til udlodning af udbytte, jf. § 180, stk. 2 – og at bistanden på samme måde som udbytte skal være forsvarlig under hensyntagen til selskabets økonominiske stilling, jf. den tilsvarende formulering i § 179, stk. 2.

Den sidste betingelse, der stilles i § 209, er, at den økonomiske bistand skal ske »på sædvanlige markedsvilkår«. Herom siger bemærkningerne, at »Det centrale ledelsesorgan må sikre, at lånet er ydet på rimelige og forsvarlige vilkår, især hvad angår rente, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering«, og videre at »betingelsen om sædvanlige vilkår medfører, at kapitalselskabets centrale ledelsesorgan nødvendigvis må foretage en reel risikovurdering i forbindelse med en økonomisk disposition.<sup>71</sup>

Som det også understreges i bemærkningerne til bestemmelsen, har § 209 til formål at hindre majoritetsmisbrug og beskytte kreditorerne. Betingelsen bør følgelig ikke læses således, at tilsvarende vilkår faktisk kan opnås i markedet. blot eksempelvis kan det let tjenkes under en finanskrisse – eller coronakrisen – at bankfinansiering af en virksomhedsovertagelse ikke kan opnås, men at det selskab, der skal overtages, selv er i stand til at medvirke til genoprettelsen. Hertil er der – og var der – i sig selv intet odiest.<sup>72</sup>

71. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 328.

72. Sml. herved bemærkningerne i Moderniseringebetænkningen p. 1024 samt Lars Borch og Søren Corfcazen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 916. Betingelsen om sædvanlige markedsvilkår findes både i §§ 206, stk. 2, 209 og 210, stk. 2. Kommentaren til § 206, stk. 2, bruger ordene når det må forventes, at også professionelle

Der har været betydelig tvivl om en række andre konstruktioner, som indebærer, at der overføres midler. Nogle af disse tvivlsspørgsmål er nu afklaret. Hvis koberen er et (til formålet stiftet) aktie- eller anpartsselskab, kan der som nævnt overføres midler i form af et *koncernmidl*. Koncernmidler er generelt lovligt, jf. § 211, og kan være den form for bistand, der ydes efter selvfinsanieringsreglene.

En række andre problemer består i den form, at spørgsmålet er, om transaktionen krever, at betingelserne for, at selvfinsanierung er lovlig, jf. SL § 206, stk. 2, er opfyldt. Problemet opstår i de tilfælde, hvor koberen af selskabet ikke umiddelbart får midler fra selskabet, men i stedet optager et eksternt lån, f.eks. fra en bank, og derefter tager midler ud af selskabet, når koberen har opnået kontrol med dette. Situationen minder om de for nogle år siden omtalte tilfælde af selskabstormning, jf. herom nedenfor i afsnit 8.5.7.

Det selskabsretlige problem er, at selskabsloven indeholder en række regler, som anviser, hvordan aktionærer lovligt kan tage midler ud af selskabet, eksempelvis ved udlodning af udbytte. Der bliver tale om et tilfælde af *regelkryssning*, hvor det er nødvendigt at tage stilling til, om reglerne om selvfinsanierung eller reglerne om udbytte osv. har forrang.

Gennemforelsen af en efterfølgende *fusion* vil betyde, at et evt. lån kan tilbagebetales af det fusionerede selskab – og dermed også med det overtrugne selskabs midler. Erhvervsstyrelsen har i flere udtalelser om forståelsen af den tidligere aktieselskabslovs regler om selvfinsanierung tilkendegivet, at fusionsreglerne ikke kan anses for udtommende i forhold til bestemmelsen i den tidligere AL § 115, stk. 2. I en konkret sag nægtede styrelsen derfor at registrere en fusion. Det er ikke ganske oplagt, at regler, der som fusionsreglerne indeholder omfattende kreditor- (og minoritets-)garantier, derudover kan suppleres af specialbestemmelser som AL § 115 a.

Styrelsen har også efter vedtagelsen af selskabsloven i flere udtalelser opretholdt sin opfattelse, hvorefter selvfinsanieringsreglen kan anvendes på fusioner.<sup>80</sup> Styrelsen har i en række udtalelser specificeret de krav, som styrel-

llingivere, eksempelvis en bank eller realkreditinstitut, vil være villig til at stille midler til rådighed, smt. kommentaren til § 210, stk. 2, nr. 1, p. 942, der citerer lovberøringerne, der bruger ordene »skal svare til de vilkår som kapital ejeren eller ledelsesmedlemmet vil (min fremhæftning) kunne opnå i en bank«. Se også Henrik Steffensen m.fl., s.t. p. 416 f. Betenkningens bemærkninger er imidlertid ikke gentaget i lovberøringerne, jf. ovenfor i teksten.

80. Se om styrelsers krav i forbindelse med fusioner nærmere Lars Bunch og Søren Corfossen *Whirl*, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 888 ff., og i forbindelse med andre former for udbetalinger p. 865 ff. I relation til fusioner har styrelsen således formulert en række krav, for at fusioner ikke omfattes af selvfinsanieringsreglene, herunder at

### 8.3. Økonomisk bistand med et kapitalsekskabs egne midler

sen mener skal være opfyldte, for at en fusion, som indebærer en efterfølgende tilbagebetaling af et eksternt lån, ikke er i strid med selvfinansieringsreglerne. Styrelsen henviser typisk til, at der må anlegges en formålsfortolkning af selvfinansieringsreglerne, således at der ikke er en konkret vurdering af de pågældende dispositioner. Hvis man anerkender synspunktet, kan man spørge, om samme standpunkt må indtages over for *udbyttebetalinger* efter SL § 180-183 over for *kapitalnedsættelser*, der gennemføres efter reglerne i SL § 196 og følgende og over for en *likvidation*, der gennemføres efter likvidationsreglerne. Det er vanskeligt at se, at tene kreditorhensyn – der bortses fra eventuelle minoritetsproblemer – gør det nødvendigt at hindre definitive overførsler, hvor kreditorernes interesser er varetaget, således som det er tilfældet, når de respektive kapitalbeskyttelsesregler er iagttaget. Hvis f.eks. en enaktionær ønsker at udbetale hele den fri egenkapital til sig som udbytte, er det svært at se, at det skal gøre nogen forskel, om han ønsker at bruge udbytet til ferierejser eller til betaling af et lån. Resultatet må blive, at bestemmelserne om udbytte, kapitalnedsættelser, likvidation og fusion som specialbestemmelser har forrang for forbuddet mod selvfinansiering, jf. således vedrørende udbytte U 2006.145 H.<sup>51</sup>

der har været en væsentlig forretningsmæssig begrundelse for transaktionen, at fusionen ikke har været forudsat i forbindelse med overtagelsen, og der mindst er givet et par år siden overtagelsen af den pågældende virksomhed, og at fusionen ikke er nødvendig for tilbagebetaling af de optagne lån mv. De nævnte betingelser har styrelsen i en udtalelse fra 2017 skærpet således, at det kreves, at den væsentlige forretningsmæssige begrundelse for transaktionen skal være opstået efter overtagelsen af selskabet, se a. st. p. 901 f.

51. Jf. således også *Jan Schantz Christensen*, Kapitalsekskaber, 5. udg., 2017, p. 436 f. Styrelsen lægger i sin vurdering af fusioner vægt på, om en efterfølgende fusion er grundet i væsentlige forretningsmæssige forhold. Jf. samme, Kommentar, p. 559, samt *Werlauff* U 2001B, p. 381. Se også tilsvarende om den norske aksjelovs § 8-10 *Aarbøkke m.fl.* Aksjeloven og allmenaaksjeloven, 4. udg., 2017, p. 646. I den seneste tid har problemerne med tilbagebetaling af kapital og forholdet til selvfinansieringsreglen været aktuelt i forbindelse med de såkaldte kapitalfondes overtagelser af store danske virksomheder som Københavns Lufthavne, TDC m.fl. I TDC har de overtagede kapitalfonde således gennemført meget store udbyttebetalinger, der har reduceret TDC's kapitalgrundlag væsentligt. Det er fra nogle sider rejst kritik af denne fremgangsmåde. Selvfinansieringsreglen er imidlertid ikke egnet til at regulere dette problem – og gør det som nævnt i teksten heller ikke. En regulering bør se på problemet i et større perspektiv, nemlig om fordele og ulemper ved takeovers. Reguleringe bestemmelser blev gennemført i 2007 ved sammenhængende regler i takeoverbekendtgørelsens § 12 og AL § 109, stk. 2 – nu SL § 184 – om udbetaling af ekstrordinær udbytte inden for 12 måneder efter overtagelsen af et selskab. Jf. herom nedenfor i kap. 16.8.

Erlsværstyrelsen synes principielt at anerkende den her anførte betragtning for så vidt angår udbytte og kapitalnedsettelse, men altså ikke vedrørende fusion. I en vejledende udtalelse har styrelsen imidlertid tilkendegivet, på hvilke vilkår udbytte efterfølgende kan tages ud af et overtaget selskab. Efter selskabsloven fastholder styrelsen således, at udbytte kun kan udbetales efterfølgende, når en række betingelser er overholdt.<sup>82</sup> Som anført af Werlauff<sup>83</sup>, i relation til de tidligere regler kan styrelsen håndhæve, at udbyttebestemmelserne m.fl. bliver overholdt, men styrelsen kan ikke derudover stille betingelser, der ikke følger af loven. For så vidt angår udbytte, anfører Moderniseringsetaten i kommentaren til § 206, at «de særlige regler om udbytte – lovlig kapitalafgang – har formning for bestemmelserne om selvfinansieringer».<sup>84</sup>

I forhold til udbyttediskussionen må det tillige erindres, at SL § 184 indeholder en bestemmelse, hvorefter selskaber, der har en eller flere aktieklasser optaget til handel på et reguleret marked, ikke må foretage uddeling af selskabets midler til en tilbudsgiver eller dennes nærtstående i de første 12 måneder efter gennemførelsen af overtagelsen af selskabet. Bestemmelserne omfatter enhver uddeling af midler, herunder ordinært og ekstraordinært udbytte, udlodning i forbindelse med kapitalnedsettelse eller i forbindelse med selskabets opløsning, jf. SL § 179. Udbetalingen er yderligere betinget af, at der

82. *H. Lars Borch og Søren Corfixsen Wær, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 871 f.* Jf. også *Henrik Steffensen m.fl. a.s.t. p. 434 f.*
83. *Werlauff, Kommenterede aktieselskabslov p. 466 f.* Jf. samme i *Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (red.), Den nye selskabslov, p. 298*, og i *U 2009B, p. 143 f.* I *Werlauffs Selskabret, 11. udg., 2019, p. 354*, konstateres kort at set i øvrigt lovlig udbytte bliver således ikke ulovligt af, at kapitalejeren skal bruge det til at betale af på kæbesummen for kapitalandelene, uanset om betalingen skal ske på et bankkonto eller direkte til en sælger af kapitalandelene, jf. *U 2006.145 Hr. Søren Friis Hansen og Jens Valdemar Krichel, Dansk Selskabret 2, Kapitalsekskaber, 2019, p. 447 f.* anfører, at den herskende opfattelse i litteraturen er, at en efterfølgende fusion, der gennemføres under tagtagelse af de for fusionen gældende kreditorbeskyttelsestregler, ikke udgør ulovlig selvfinansiering. Det anføres, at set i lyset af *U 2006.145 Hr* er det ikke oplagt, at Erhvervsanketatenets kendelse fra 2014 (om formålsfortolkning og helhedsvurdering) er udtryk for gældende dansk ret.
84. *Moderniseringsetaten i kommentaren til loven p. 325* gentager dette, dog med en indledende bemærkning om, at udbytte til nye kapitalejere efter en overtakelse som udgangspunkt (min fremhævelse) ikke (vil) være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Lovbemærkningerne tilføjer, at kapitalnedsettelse og tilbagekøbsprogrammer, der opfylder selskabslovgivningens krav, ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Fusioner nævnes derimod ikke, men som nævnt må det tilsvarende formentlig gælde.

### 8.5. Økonomisk bistand med et kapitalstelskabs egne midler

I tilbuds dokumentet er angivet, at der vil blive udbetalt udbytte i de første 12 måneder efter gennemførslen af overtagelsen. Overholder reglene i SL § 184, er der forudsætningsvis ikke tale om ulovlig selvfinansiering, jf. nærmere herom i kap. 16.8.

#### 8.5.7. Konsekvenserne

Lån eller sikkerhedsstillelse i strid med reglene er ulovlige og strafbare efter SL § 367, stk. 1. Denne bestemmelse opregner de strafbelagte bestemmelser i selskabsloven og nævner bl.a. §§ 206, 207, stk. 3, 210, 214, stk. 2, og 215, stk. 1. Den normale straf er både. Der foreligger en del praksis både om overtrædelsen af det tidligere forbud mod lån til kapitalejere og vedrørende reglene om selvfinansiering.<sup>85</sup> Tidligere praksis om ulovlige lån kan fortsat have interesse, hvis der ydes lån, uden at betingelserne i § 210, stk. 2, er opfyldt. Både långivning og opretholdelsen heraf er strafbare, jf. herved U 1990.116 V.

Efter omstændighederne er forholdet strafbart efter straffelovens § 283, stk. 1, nr. 3, om skyldnersvig, jf. således U 1978.414 Ø og U 1981.701. Der kan også være tale om mandatsvig efter straffelovens § 280, jf. U 1985.940 H, hvor bestyrelsesformanden/hovedaktionären foretog hævuninger og afholdt personlige udgifter på en mellemregningskonto. Ansvaret kan både pålægges selskabet og de personer, der som låntagere eller som dispositionsansvarlige iader selskabet udbetale lånet.

Den centrale problemstilling i de såkaldte selskabstemmersager var, om det købte selskabs midler blev benyttet til at betale kabesummen for selskabets aktier. I den første offentliggjorte dom, Satair-dommen i U 1997.364 H, statueredes således, at kabesummen var erlagt med overskudsselskabets egne midler, men Højesteret fandt ikke, at selskabet var ansvarligt efter selvfinansieringsreglen. I stedet anvendtes de almindelige erstatningsregler. I talrige senere domme har Højesteret imidlertid statueret, at der forelå en overtrædelse af selvfinansieringsreglen. Selskabstemmerne (dvs. koberne) er typisk blevet straffet for overtrædelse af straffelovens § 283 om skyldnersvig og selvfinansieringsreglen i AL § 115, stk. 2. Det har derimod vist sig vanskeligt at dokumentere et sådant kendskab eller medvirken til selskabstemninger, at selgerne har kunnet anses strafskyldige. Der gælder som nævnt også frembi-

85. Jf. således fra tidligere praksis U 1995.550 Ø (hovedanpartshaver, både på 65.000 kr. for lån på 1,5 mio. kr.), U 1996.366 Ø (tilsvarende), U 1997.256 H (bedefastsættelse under hensyn til, at lånet var tilbagebetalt, halvdelen af den sædvanlige takst) og TIK 2012.12.365 (ikke grund til at fravige sædvanlig praksis). Den sædvanlige takst er 5% af hovedstolen. Se om beregning af bodegrundlaget også U 1999.1140 Ø (sikkerhedsstillelse medregnes).

## Kapitel 8. Beskyttelsen af selskabets kapital

dig en hovedregel om forbud mod selvfinansiering, jf. SL § 206, stk. 1. Medmindre selskabet har opfyldt proceduren i de efterfølgende paragraffer, vil eventuelle fremtidige selskabstommersager således stadig kunne bedømmes efter forbudsreglene.

Sikkerhedsstillelse i strid med reglene i SL §§ 206 og 210 er som udgangspunkt ugyldig,<sup>86</sup> jf. dog nedenfor om reglene i § 215, stk. 3. SL § 215 viderefører i øvrigt de tidligere regler i AL § 115, stk. 3-5, og APL § 49, stk. 3-5. Efter SL § 215 skal udbetalinger i forbindelse med dispositioner i strid med en bistand, der er ydet i strid med reglene, tilbageføres med et rentefrilags, jf. herved U 2006.2013 H. U 2009.2056 Ø findt, at det ville stride mod det konkursretlige ligelighedsprincip at tilbagefore et ulovligt anpartshaveråd ved modregning.<sup>87</sup>

Kan en ulovlig bistand ikke tilbageføres eller bringes til ophør (ved sikkerhedsstillelse), indstår de, der har truffet eller opretholdt dispositionen, for selskabets tab, jf. SL § 215, stk. 2. Forståelsen af denne regel har tidligere voldt tvivl. Højesteret har i den såkaldte Pitchert-sag, U 1998.1172 H, tagen stilling. Der var tale om en selskabstommersag, hvor sælgeren overførte selskabets midler direkte til køberen. Han stillede derved selskabets midler til rådighed for køberen i forbindelse med dennes erhvervelse af anparterne i selskabet og overtrædte derved den tidligere APL § 84, stk. 2. Højesteret fastslag, at sælgeren som den, der traf den ulovlige disposition, indstår for selskabets tab, jf. § 84, stk. 5, (svarende til SL § 215, stk. 2) og at denne regel må forstås som en regel om haftelse på objektivt grundlag.<sup>88</sup> Afgørelsen er fulgt op i senere sager, se f.eks. U 1999.1185 H, U 2000.169 H, U 2001.634 H, U 2001.1730 H og U 2001.2023 H, U 2000.169 H.

Ansværlig er den ledelse, som har bevilget linjet/sikkerhedsstillelsen i strid med reglene. (I selskabstommersagerne vil det sædvanligvis sige køberne). Højesteret afviste i Satair-dommen at lade sælgerne af aktierne være ansvarlige på grundlag af aktionærlinjereglen. Sælgerne ansås derimod ansvarlige efter dansk rets almindelige erstatningsregler. Allerede Satair-

86. Jf. således U 2009.2311 H.
87. Anteriedes Schminnich-Müller og Wering, *Selskabsloven*, 3. udg., 2020, p. 1130, hvor det antages, at et ulovligt linjet til alle dele af selskabets insolvens kan indfries gennem modregning efter obligationsretens almindelige regler.
88. AL § 115, stk. 5 (SL § 215, stk. 2), kan sammenholdes med reglen i AL § 113, stk. 3 (SL § 194), om ulovlige udbetalinger til aktionærerne. De to bestemmelseres formuleringer ligger tæt op ad hinanden. § 113, stk. 2 (SL § 194), er imidlertid en regel om almindelig erstatningsansvar, jf. i punkt 8.5. U 1997.444 H statuerede erstatningspligt efter begge regler. For de dele af mellemværendet, som blev kvalificeret som et aktionærån (konsulenthonoraret) eller § 115, stk. 4. For andre dele § 113, stk. 2.

### 8.5. Økonomisk bistand med et kapitalselskabs egne midler

sagen aktualiserede også spørgsmålet om ansvar for sælgers rådgivere. Et stort antal domme har siden taget stilling til ansvar for sælgere og rådgivere efter en konkret vurdering af, om sælgere og rådgivere burde have været opmærksomme på risikoen for selskabstilfælde.<sup>89</sup> Højesteret har i den såkaldte Thrane-sag – T/S 1999.897 H (U 2000.365 H) – lagt og bekræftet linjen for sælgernes og rådgivernes ansvar. Et salg af et selskab blev her finansieret ved et overtræk på købers konto en i bank. Samme dag blev selskabets aktiver overført til købers konto. Højesteret fastslog, at købet af selskabet blev finansieret ved dennes egne midler, og at banken på uforvartig måde medvirkede til denne ulovlige selvfinansiering. Banken var derfor erstatningsansvarlig for skattevæsenets tab. Højesteret lagde endvidere til grund, at salget af selskabet ikke havde karakter af en sædvanlig forretningsmæssig disposition. Sælgeren og dennes rådgivere havde derfor haft en særlig anledning til at være opmærksom på risikoen for til sidesættelse af skattevæsenets interesser, men gjorde intet for at afværge skattevæsenets risiko. Sælgeren og banken blev solidarisk ansvarlige for skattevæsenets tab. Sælgerens advokat og revisor skulle solidarisk og i det indbyrdes forhold hver med halvdelen friholde sælgeren for, hvad han af erstatningsbeløbet måtte betale ud over sin berigelse ved salget.

Højesteret tilkendegav sagens principielle betydning for erstatningsopgøret mellem sælgerne og de forskellige rådgivningsgrupper ved at udsende en pressemeldelse om dommen. Meddelelsen er optrykt i T/S 1999.892. På grundlag af dommen er en væsentlig del af de resterende sager afsluttet frivilligt, men der er dog senere offentliggjort nye domme. Se således U 2005.3429 H, U 2006.145 H, U 2007.2600 H og T/S 2008.1359 Ø. Højesteret har selv fulgt den lagte linje f.eks. i U 2000.1332 H, U 2001.634 H, U 2002.582 H, U 2004.2955 H, U 2004.3027 H, U 2005.2397 H og U 2011.1064 H. Et rådgiveransvar efter almindelige erstatningsregler for medvirken til overtrædelse af selvfinansieringsreglen er også pålagt i U 2000.23 H. Sagen angik en advokat, som havde medvirket ved køb af

89. H. om Sataar-dommen bl.a. *Gomard* i RR 1997/3 p. 9 f. samt *Werlauff* i T/S 1997.114. Se om erstatningsansvaret for selskabstilfælde generelt også *Gomard* i RR 1997 (serhæft) og samme i Festschrift til Lando, 1997, p. 165 f. Dommene er som nævnt i teksten konkret og falder derfor forskelligt ud. Frifundende domme er eksempelvis T/S 1997.243 (U 1998.1119 H) om Vestjyllands Revisionskontor, T/S 1998.470 V, hvor såvel sælger som Jyske Bank blev frifundet, U 2005.714 H, hvor Nordica blev frifundet, og U 2006.145 H. Klarest er ansvaret i de såkaldte nettosæller, hvor sælgerne simpelthen modregner købesummen og indstændende på selskabets konto og fremsender differencen til køberen, se f.eks. T/S 1999.955 V. Referater og oversigter over selskabstilfældesager kan bl.a. findes i T/S og NTS.

nogle selskaber, hvor handlen viste sig at være gennemført ved selvinansiering.

Særlig ved sikkerbedstillelse over for tredjemand kan det løb forekomme, at tredjemand er i god tro, navnlig fordi han ikke er klar over, at sikkerheden stiller for en kapitalejer. SL § 215, stk. 3, bestemmer derfor, at sikkerhedsstillelse i strid med reglerne er bindende, medmindre medkontrahenten havde kendskab til, at sikkerheden var stillet i strid med disse bestemmelser. Bestemmelsen beskytter navnlig pengeinstitutterne. Det kan næppe kræves, at disse foranstalter støtte undersøgelser for at finde ud af, om en låntager er kapitalejer.<sup>90</sup> Ond tro omfatter efter ordlyden kun direkte viden. U 2009.2311 H fandt ikke, at et anpartsselskabs pantsætning af et ejerpantebrev var bindende jf. tilsvarende U 2008.1572 H.

#### 8.5.8. Kontrollen med reglerne overholdeelse

Pligtens til at overholde reglerne om økonomisk bistand påhviles først og fremmest selskabets ledelse. I det omfang lån lovligt kan ydes til medarbejdere, skal der gøres bemærkning herom i bestyrelsens protokol, jf. SL § 214, stk. 2.

I de situationer, hvor man kan tale om misbrug, vil låntagerne være selskabet bekendt som kapitalejere. Et låneforholds ulovlighed er imidlertid ikke afhængig af, at låntager er selskabet bekendt som kapitalejer – derimod nok dets strafbarhed. Navnlig i aktieselskaber kan det forekomme, at en låntager viser sig at være aktionær. Når og hvis forholdet opdages, skal lånet tilbageføres efter reglerne i § 215, stk. 1.

Lån til selskabsdeltagere og ledelse – såvel lovlige som ulovlige – skal efter årsregnskabsloven fremgå som en særligt post i selskabets balance, jf. regnskabsskemaet bilag 2. Efter årsregnskabslovens § 73 skal der gives en nærmere specifikke oplysninger om tilgodehavender hos medlemmer af ledelsen. Kravet om, at selskabet skal give oplysning om lån til kapitalejere – som udgangspunkt jo er ulovlige – er udgået, ikke fordi oplysningen ikke er vigtig, men fordi man ikke kan forslange, at folk skal angive sig selv (selvinkriminering). Lovlig selvinansiering efter §§ 206, stk. 2, 210 og 214 skal derimod vises i årsregnskabet, idet et beløb svarende til lånet eller sikkerhedsstillelsen skal omklassificeres fra posten »Overført overskud« eller anden post under egenkapitalen, der kan anvendes til udbytte til posten »Reserve for udlån og sikkerhedsstillelse«, jf. ARL § 35 a. Der er således tale om en bunden

90. Ifølge nogle pengeinstitutters henvilkir afgives ved underskrivelsen med henblik herpå en erklæring om, at en eventuel sikkerbedstillelse fra et selskab ikke er stillet i strid med aktionærflakereglerne.

reserve, der ikke kan benyttes til udledning. Som følge af mulighederne for at yde økonomisk bistand til ledelse og kapitalejere efter § 210 er ARL § 35 a udvidet således, at der også henvises til denne bestemmelse. Et lovligt lån vil således ikke fremstå som en fri reserve i selskabets årsrapport. Selskabet kan derfor ikke række over denne reserve f.eks. til at betale udbytte.

Pligten til at vise mellemværender i regnskabet påtviler bestyrelsen som ansvarlig for regnskabets udformning samt selskabets revisor, som skal påtage regnskabet. Selskabets revisor skydes endnu mere end tidligere i forgrunden som garant for, at ulovlige lån ikke forekommer.<sup>91</sup> Ulovlige lån må give anledning til, at der gives supplerende oplysninger, eller evt. at der tages forbehold i revisors påtegning.<sup>92</sup> Revisor har pligt til at tage stilling til karakteren af et mellemværende mellem selskabet og en kapitalejer eller et ledelsesmedlem. Revisor kan ikke give påtegning uden forbehold på et regnskab, hvis der efter hans skum forekommer ulovlige lån. Erhvervstyrelsens kontrol med regnskabet vil normalt tage udgangspunkt i det reviderede regnskab. En pligt til at foretage en dybereglende efterforskning og prævise af overtrædelse af Årsregnskabsloven og selskabsloven følger af en række bestemmelser vedrørende undersøgelse af årsregnskaber og vedrørende selskabsturneringer, jf. ARL §§ 159 og fulgende, jf. om revisionens formål og omfang nedenfor i kapitel 13.2.5. Den tidligere ARL § 64 nævnte direkte aktionær-lånereglerne som omfattet af den undersøgelsesvirksomhed, som styrelsen skal foretage – og som selskaberne kan pålægges at betale for. Efter den geldende Årsregnskabslov må styrelsens undersøgelser tage udgangspunkt i de oplysninger, som skal gives efter ARL § 73 og regnskabsskemaerne. Har selskabet fra valgt revision, vil styrelsen selv kontrollere, om der forekommer ulovlige lån. Erhvervstyrelsens kontrol er skæret efter vedtagelsen af den såkaldte *kontrolpakke* i 2020. Kontrollen foregår både digitalt og manuelt.<sup>93</sup> På basis af ejerregistret og eventuelt ejerbogen, jf. SL §§ 58 og 50 og fulgende, kan styrelsen bl.a. se, om personer, der skylder selskabet penge, også er kapitalejere, jf. nærmere form i kap. 6.1.4.

91. Om revisors rolle se i det hele nærmere nedenfor i kap. 13.

92. Jf. nærmere nedenfor i kap. 13.2.

93. Se herom foran i kap. 2.4.1. Det fremgår af Erhvervstyrelsens Årsberetning 2019, tabel 7, at antallet af ulovlige kapitalejelin i de seneste år har været stigende. Antallet var i 2019 1322.

## 8.6. Udbytte og konsolidering

### 8.6.1. Hvilke beløb kan uddeles som udbytte?

Udbytte kan uddeles *ordinært* på den årlige generalforsamling, jf. SL § 180, eller *ekstraordinært* efter de særlige regler i SL §§ 182 og 183. SL § 180, stk. 2, angiver, hvilke beløb der kan udbetales som udbytte.

Uddeling af ordinært udbytte sker på grundlag af det årsregnskab, som efter SL § 88 skal fremstilles og godkendes på den ordinære generalforsamling. Denne generalforsamling skal, foruden at godkende regnskabet, træffe beslutning om anvendelse og fordeling af det overskudsbeløb, der er til disposission. Vedtagelsen på den ordinære generalforsamling er ikke som tidligere bindende. Selskabet kan senere uddele yderligere udbytte, hvis generalforsamlingen giver bemyndigelse her til efter § 182, stk. 2, jf. straks nedenfor. Udbetaling af acontoudbytte uden bemyndigelse vil derimod stride mod SL § 180. Ydelser af forskud i form af løn kan ske under lagtagelse af reglerne om kapitalejerlån i SL § 210, jf. foran.

Det ordinære udbytte er knyttet til selskabets senest godkendte årsrapport. Bestemmelserne lægger forholdene ved regnskabsårets udlob til grund. Selskabets stilling kan være forringet efter dette tidspunkt. Det har været diskuteret, i hvilket omfang generalforsamlingen har pligt til at tage hensyn til denne senere udvikling. Det står nu klart, at man ikke kan bortse fra en senere udvikling.<sup>94</sup> Selv om regnskabsgrundlaget er i orden, kan en svækkelse af selskabets økonomiske situation på det senere tidspunkt være ulovlig og pådrage de besluttende erstatningsansvar. Dette følger også af bestemmelserne i § 119 om kapitaltah. Hvis selskabet er i en situation omfattet af disse bestemmelser, må den svækkelse af selskabet, der ligger i udbetalingen, tages i betragtning. Ledelsen bør kende selskabets situation på den ordinære generalforsamling.

Selskabet skal træffe beslutning om udbyttes størrelse hvert år. Udbytten er afhængigt af selskabets resultater. Selskabet kan ikke garantere et bestemt udbytte – men kan godt have en *udbyttepolitik*, som tilstræbes overholdt. Selskabet kan også gennem klasseopdeling af aktierne give visse aktionærer præferencestilling med hensyn til udbetaling af udbytte.

Som udbytte kan kun uddeles årets resultat (årets overskud) og overført overskud fra tidligere år. Forinden skal fradraget udækkes underskud.

94. Jf. nærmere om tidspunktet for opgørelse af frie reserver ved udbytte m.v. Henrik Steffensen m.fl., Transaktioner i selskaber, 2014, p. 219 f.

Udbytten er begrenset til selskabets frie reserver, dvs. overskud overunderskud eller reserver, der ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter, med fradrag af overskud underskud, jf. SL § 180, stk. 2.

Reglen i SL § 179, stk. 2, hvorefter udbytten ikke må overstige, hvad der er forsvarligt under hensyn til selskabets økonomiske stilling, har et kreditorbeskyttende sigte, men er ikke til hinder for, at selskabet vælger kapitalstruktur, jf. også nedenfor, punkt 8.6.2. Reglen kan naturlig tankes at komme i anvendelse i forbindelse med et selskabs konkurs, f.eks. i kombination med forskriften om forsvarligt kapitalberedskab, jf. i SL §§ 115 og 116.

Udbytte udbetales normalt i penge. Selskabsloven stiller ikke et særligt krav om, at selskabet har den fornødne likviditet til at betale udbytten, men ledelsen, som efter SL § 180, stk. 1, skal godkende udbytten, må naturligvis inddrage likviditetsspørgsmålet i sin overvejelse, jf. således §§ 115 og 116, nr. 5, vedrørende vurderingen af selskabets kapitalberedskab.

Bestemmelsen i § 181 lovfører en administrativ praksis, hvorefter udbytte også kan udbetales i andre værdier end kontanter. Der skal i så fald udarbejdes en vurderingsberetning, der angiver, at udbyttebeløbet mindst svarer til de værdier, der udloddes, jf. de tilsvarende regler ved apportindskud.

Selskabslovene foreskriver ikke obligatoriske henlæggelser, jf. også nedenfor under 8.6.2.

Derimod forekommer det ofte, at selskabet i vedtægterne på forhånd disponerer over en del af overskudsbeløbet til nærmere angivne formål, f.eks. byggefond eller pensionsfond. Reserver, som tidligere er henlagt til sådanne formål – eller som ifølge vedtægterne skal henlægges, kan kun anvendes til udbyttebetaling efter vedtagelse på generalforsamlingen med flertal som til vedtægtændring, jf. SL § 106.

Udbyttebetalingen er knyttet til det enkelte selskabs regnskab. Hvis selskabet er et moderselskab, skal der tillige udarbejdes et koncernregnskab. Koncernregnskabet skal give et retvisende billede af koncernens forhold. Det skal give information om koncernens økonomiske stilling men er ikke umiddelbart afgørende med hensyn til udbyttebetaling i moderselskabet. Et vist hensyn til koncernens stilling må alligevel tages efter SL § 179, stk. 2, hvorefter moderselskabet kun må udbetale udbytte, som må anses forsvarligt under hensyn til koncernens økonomiske stilling. Ved vurderingen må hensyn bl.a. tages til såvel moderselskabets som koncernens soliditet og den måde, hvorpå moderselskabets fortjeneste er opnået (interne fortjenester). Se om udbytte i koncerne nærmere nedenfor i kap. 15.

Selv om selskabet efter ovenstående regler har midler, som kan udbetales som udbytte, foreligger der ikke nogen pligt hertil.<sup>93</sup> Kapitalejerne har ikke krav på deklarering af udbytte, modmindre selskabet har vedtagtbestemmelser herom, f.eks. til fordel for en preferencekapital. Generalforsamlingen kan frit år for år vedtage at konsolidere selskabet, indtil den grænse, som sættes af reglerne om minoritetsbeskyttelse (udsættning), jf. nærmere nedenfor i kapitel 12.

Yderligere bestemmer SL § 180, stk. 1, at generalforsamlingen ikke må beslutte uddeling af højere udbytte end foreslægt eller tiltrådt af ledelsen. Lovens system er, at udbyttet forestilles af ledelsen i tilknytning til godkendelsen af årsrapporten, men det er generalforsamlingen, der har vedtagelseskompetencen. Reglen om samtykke af ledelsen er tænkt som et værn i selskabets interesse mod en for grædig udbyttopolitik fra kapitalejernes side. Reglen signalerer forsigtighed og konsolidering. I lyset af erfaringer fra finanskrisen og senere synes der dog snarere at være behov for et værn mod for stor grædighed fra ledelsens side med hensyn til fastsættelsen af ledelsens afdeling, jf. således SL § 139 a og b.

Selskabslovene indeholder ikke nemlig f.eks. den svenske ABL 18, kap. 13, § bestemmelser om udbetalingen af det vedtagne udbytte. Faststættelse af tidspunkt og eventuelle andre regler vedrørende udbetalingen er herefter op til generalforsamlingen.

Det har tidligere ikke været muligt at udbetaale udbytte på andet grundlag end vedtagelsen på den årlige generalforsamling og i henhold til den godkendte årsrapport. Selskaberne kan imidlertid af mange årsager have behov for at kunne tilpasse kapitalen ladeende, herunder udbetaale udbytte af overskud, der er indirekt i det ladeende regnskabsår. Disse muligheder har selskaberne fået med lovændringerne i 2004, der bl.a. omfattede regler om ekstrordinær udbytte. Bemerkningerne til lovændringerne peger særligt på enhverstivets behov for at selskaber, der skal indgå i omstruktureringer eller salg, har behov for at kunne tilpasse de likvide midler i selskabet.

Reglerne om ekstrordinær udbytte findes i SL §§ 182 og 183.

Efter § 182, stk. 2, kan generalforsamlingen med simpelt flertal, jf. § 105, bemyndige bestyrelsen til at træffe beslutning om uddeling af ekstrordinær udbytte. En sådan beslutning kan dog ikke træffes, før selskabet har aflagt

93. Efter svensk ABL 18 kap. 11 § kan en minoritet af aktionærer begøre mindst halvdelen af årets nettoresultat udbetalt som udbytte. Efter den nuværende aksjelovs § 8-4 kan en minoritet på en tiendedel munde tingssagen om at fastsætte et højere udbytte end besluttet af generalforsamlingen jf. nem reglerne i Aarbølle m.fl., Aksjeloven og Allmenaksjeloven, 4. udg., 2017, p. 624 f.

den første årsrapport, men kan derefter træffes på enhver generalforsamling, dvs. både ordinære og ekstraordinære. Der kan således udbetales udbytte flere gange om Året.

Generalforsamlingen kan give en blank bemyndigelse. Bemyndigelsen kan også indeholde begrænsninger, f.eks. med hensyn til formål, størrelse eller tidsperiode. Tidligere kunne bemyndigelsen kun gives for en periode frem til næste ordinære generalforsamling. Dette blev ændret i 2006, således at der nu kan gives en stående bemyndigelse til at udbetale ekstraordinært udbytte, jf. SL § 182, stk. 2. Kapitalejerne får således ikke automatisk lejlighed til at forny bemyndigelsen og dermed at tage stilling til, hvordan den (skal) udnyttes. Det er derfor så meget mere vigtigt, at kapitalejerne er opmærksomme på bemyndigelsens rækkevidde, når bemyndigelsen gives, og at de overvejer eventuelle begrænsninger i bemyndigelsen, f.eks. at bemyndigelsen er tidsmessigt begrænset eller begrænset til anvendelse i en bestemt situation.

Bemyndigelsen skulle tidligere optages i selskabets vedtægter, således at både kapitalejere og andre interesserter kunne se den. Med henvisning til det administrative besvar med stadige vedtægsændringer er dette krav opgivet. Investorerne, långiverne m.fl. må således være forberedt på, at selskaber udbetaler ekstraordinært udbytte.

Loven indeholder nogle særlige garantier mod, at adgangen til at uddele ekstraordinært udbytte ikke misbruges. Generelt følger det af de almindelige bestemmelser om forsvarlig formueforvaltning og kravet om forsvarligt kapitalberedskab, at udnyttelsen af bemyndigelsen må ske ud fra en vurdering af selskabets konkrete økonomiske situation. Mere specielt kræver § 183, stk. 2 og 3, at der skal udarbejdes en mellembalance, der viser, at der er tilstrækkelige midler til rådighed for uddelingen. Mellembalanceen er dog kun obligatorisk, hvis beslutningen om ekstraordinært udbytte træffes senere end 6 måneder efter balancedagen i selskabets seneste årsrapport. Yderligere skal ledelsens beslutning om udlodning af ekstraordinært udbytte optages i ledelsens protokol, således at ledelsen efterfølgende kan fastholdes på dens vurderinger.

SL § 182, stk. 3, angiver, hvad der kan udbetales som ekstraordinært udbytte. Bestemmelsen angiver kort, at der kan uddeles, alt hvad der kan uddeles som ordinært udbytte, med tillæg af optjent overskud og frie reserver, der er opstået eller er blevet frigjort efter den periode, der senest er aflagt årsrapport for, medmindre beløbet er udloddet, forbrugt eller bundet.

SL § 184 indeholder en særlig regel om udbyttebegrensning efter en overtagelse af selskabet. Se om denne regel ovenfor i afsnit 8.5.6 samt nedenfor i kap. 16.8.

### 8.6.2. Konsolideringspligten

Selskabsloven har ikke bestemte regler om selskabernes soliditet, herunder pligt til konsolidering. Som udgangspunkt er det kapitalcjerne, der afgør, hvorledes selskabets kapitalstruktur skal være. Et selskab kan vælge at have en høj soliditet eller omvendt at kære mod en beskedent egenkapital og dermed sammenhængende stor risiko/afkastmulighed.

Aktieselskaber, men ikke anpartsselskaber, havde tidligere en forpligtelse til at foretage henlæggelse til en lovmæssig *reservefond* med mindst 10 pct. af årets overskud. Efter at forpligtelsen til at henlægge til en lovpædagogisk reservefond blev ophevet, sagde AL § 111, stk. 1, alene, at »der skal foretages de henlæggelser, der er nødvendige efter selskabets økonomiske stilling». Herved siges næppe andet, end hvad der generelt er gældende med hensyn til en forsvarlig drift af selskabet. Bestemmelsen er ikke gentaget i selskabsloven.

Ophævelsen af kravet om lovmæssige reserver skal næppe fortolkes som en lempelse af konsolideringspligten, jf. således bl.a. de skærpede krav til selskabets kapitalberedskab, jf. SL §§ 115 og 116,<sup>96</sup> og kravene om åbenhed vedrørende selskabets økonomi, jf. nærmere nedenfor i kap. 9.

Efter nu ophevede regler i AL § 111, stk. 2 og 3, skulle aktieselskaber endvidere henlægge overskudsbeløb, som selskabet modtager i forbindelse med kapitaludvidelser, samt eventuelle uafhængede fondsaktiebeløb til en særlig fond benævnt overkursfonden og anvendelsen af overkursfonden var begrænset. Efter at disse regler blev ophevet (i 2004), er de nævnte beløb frie reserver, som kan benyttes til at udbetale udbytte.

### 8.7. Maskeret udbytte/udlodning

I de norske aktieselskabsloves §§ 3-6, stk. 2, som i øvrigt svarer til SL § 179, tilføjes »sum udeling (af udbytte) regnes enhver overføring av verdier, som

96. De norske regler i akt./and. § 3-4 kniver, at selskabet må enhver tid (skal) ha en egenkapital, som er forsvarlig mod risikoen ved og omfanget af virksomheden i selskabet. Denne regel kunne naturlig læses som et krav om en bestemt soliditet. Dette er imidlertid ikke meningens. Bestemmelsen skal ses i forbindelse med den norske kapitalabsregel i § 3-5 og foreskriver således en handlepligt for selskabets ledelse, hvis selskabets økonomi lurringes, jf. herved *Andenes, Aktieselskaper & Aktiemønster/selskaper*, 2006, p. 414 f., 422 f., og *Aarbok for aksjelov* og *aktiemønsterloven*, 4. utg., 2012, p. 182 f. Bestemmelsen supplerer også forsigtighedsreglen vedrørende udbytte i § 8-1(4), jf. herved *Kristine Fetsberg Braaten i NTS 2011:4* p. 8. De norske regler ligger således tæt op ad indholdet af selskabslovens regler om »forsvarligt kapitalberedskab« og om kapitalabs.

direkte eller indirekte kommer aksjeejeren til gode. Med denne regel siges, at ikke alene overførsel af kontanter, men også ydelser af anden art, som kommer aktionærerne til gode, kun skal kunne ske efter reglerne om udbytnebetaling.<sup>97</sup> En lignende regel må antages at gælde i dansk ret, selv om den ikke er eksplícit formulert i selskabsloven. Foran under 8.5 er nævnt, at reglen om kapitalejerlån giver anledning til afgrenningsproblemer i forhold til forretningstransaktioner, der medfører kreditgivning til kapitalejerne. Hvis der er tale om, at fordele gives helt eller delvis vederlagsfrit til kapitalejerne, må forholdet principielt bedømmes efter § 179, således at udbetalingen kun er lovlig, hvis den gives på en af de der nævnte måder. Udtrykket *uddeling af selskabets midler* kan således omfatte enhver formuefordel, som overføres til kapitalejerne. Forholdet kan henføres til § 179, selv om det fremtræder i form af almindeligt forretningsmellemværende, løn eller andet arbejdsvederlag osv. Udgangspunktet for den selskabsretlige bedømmelse må være, om ydelsen er givet på mere fordelagtige vilkår, end hvis der var tale om en ydelse til tredjemand, se således U 1997.444 H vedrørende overdragelse af en værdilos fordring. I øvrigt savnes offentliggjort selskabsretlig praksis til betydning af forholdet.<sup>98</sup>

Der findes derimod en omfattende skatteretlig praksis om tilfælde af maskeret udbytte, der foretages for at begrænse dobbeltsbeskatningen mellem selskabet og dets aktionærer.<sup>99</sup> Man kan ikke uden videre antage, at en skattemæssig statuering af maskeret udbytte skal medføre en tilsvarende selskabsretlig vurdering. Reglerne forfolger forskellige formål. Selskabsretligt kommer nævnlig to synspunkter i betragtning: Hensynet til eventuelle minoritetsaktionærer og kreditorhensynet. En maskeret udlodning vil sædvanligvis væ-

97. Jf. *Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper*, 2006, p. 434 f. Se om de norske regler i det hele Hedvig Bugge Reiersens afhandling *Aksjeklovens uddelingsbegrep*, 2015.
98. U 1999.1994 H anså en gave for en skattepligtig udlodning, som ikke var omfattet af reglen i den gamle anpartsselskabslovs § 83 om gaver til almennyttige og dermed ligstilte formål jf. herom foran i kap. 5. Der var tale om en gave fra et anpartsselskab mod en enkelpartshaver, hvor der pr. definition ikke er et minoritetsbemærket Lars Borch og Idar Rosenberg, Kommentar, nævner p. 476 f. et par konkrete sager fra styrelsen praksis vedrørende indlæsningen af et aktionærtil til en lavere kurs end pari, og om en gave til selskabets aktionærer (en moderfond). I begge sager fandtes uddelingen at være omfattet af AL § 109. Sm. om såkaldt »fortækt virsnutdelning« ABL 17, kap. 1, § nr. 4, jf. Sten Andersson, Svante Johansson, Rolf Skog, *Aktiebolagslagen Del II*, 17:3.
99. Jf. herom bl.a. Aage Michelsen m.fl., *Lærebog om indkomstskat*, 18. udg., 2019, p. 1040 f.

re i strid med minoritetens interesse, f.s.v. minoriteten ikke får del heri. En betydelig del af de derhen hørende tilfælde opfanges af reglerne om minoritetsbeskyttelse, herunder den almindelige lighedsgrundssætning. Oflest forekommer problemet dog i hovedaktionærerselskaber, hvor der ikke er en real minoritet jf. nedenfor om U 1999.1994 H. Kreditorsynspunktet er især relevant, hvis selskabet gennem udbetalingen træmes for midler i et omfang, som kan påføre kreditorene tab. Dispositioner af denne art omfattes ofte af konkurslovens omstændelsesregler. Det er dog ikke uden interesse også at se på de selskabsretlige begrænsninger, herunder reglerne om ersætningsansvar for ledelsen, jf. nærmere herom nedenfor i kap. 14, og om eventuel tilbagebetalingpligt for aktionærerne, jf. straks nedenfor.

### 8.8. Folgerne af ulovlig udbetaling fra selskabet

Ved AL 1973 blev indsat en udtrykkelig regel om folgerne af ulovlige udbetalinger fra selskabet. Reglen er videreført i SL § 194.

Bestemmelsen sondrer mellem forskellige former for ulovlige udbetalinger. Der kan dels være tale om *ulovlig udbyttebetaling*, dels om ulovlige udbetalinger i *invigt*, dvs. udbetalinger, der er i strid med reglerne om kapitalnedsættelse, oplosning m.v. Hvis udbetaling i de sidstnævnte tilfælde eksempelvis er sket ved en kapitalnedsættelse uden iagttagelse af proklamakravet, pålægger bestemmelserne kapitalejerne en ubetinget tilbagebetaling uanset mulig god tro. Hvis der derimod er tale om udbyttebetaling i strid med lovens bestemmelser, kan tilbagebetaling kun kræves, hvis kapitalejeren var i ond tro, dvs. ikke inddå eller burde inddå, at udbetalingen var ulovlig. God tro kan navnlig forekomme, hvis udbetalingen skete på grundlag af en årsrapport, som ikke opfyldte kravene herstil; måske også hvis der er tale om overtrædelse af pligten efter SL § 179, stk. 2, til at tage hensyn til koncernens stilling i et modersselskab.

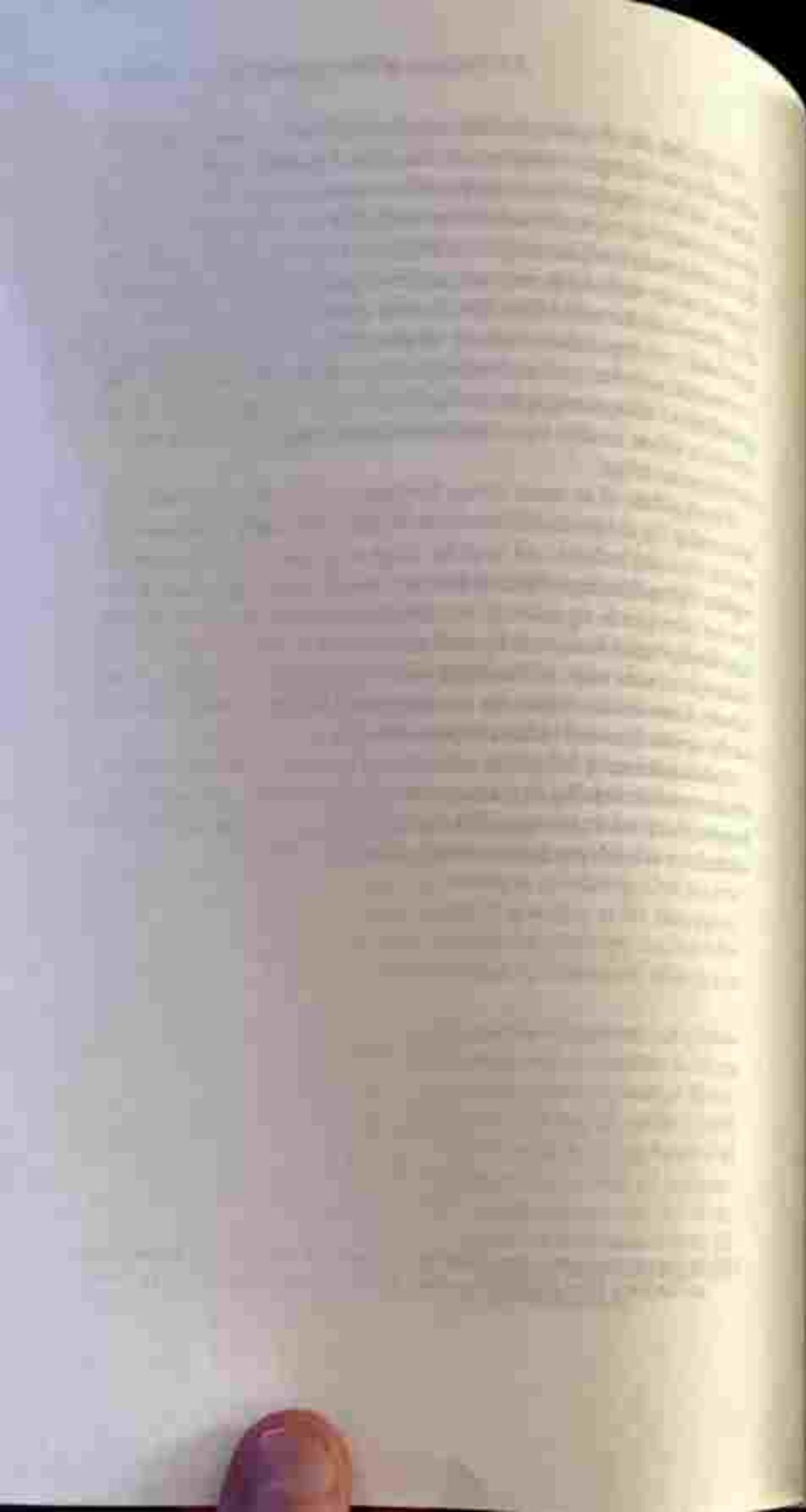
Bestemmelsen i § 194 kan også anvendes i tilfælde af maskeret udbyttebetaling, jf. således U 1997.444 H, hvor selskabet overtog en værdilos fordring fra en aktionær som en del af en handel om aktionærens personlige firma. Overtagelsen af denne fordring blev anset for en uddeling af midler i strid med den dagzidende AL § 109, således at beløbet skulle tilbagebetales til selskabets bo, jf. AL § 113, stk. 1. De begünstigede aktionærer vil sædvanligvis være involveret i selskabets ledelse og i de dispositioner, som der er tale om at betragte som maskeret udbytte. De vil således have kendskab til de faktiske forhold omkring dispositionerne. At de muligt anser dispositionen for lovlig, vil ikke bringe dem i god tro ifølge disse bestemmelser.

SL § 194, stk. 2, pålægger dem, som har medvirket til beslutningen om udbetalingen eller gennemførelse af denne eller til opstillingen eller godkendelsen af den urigtige regnskabsopgørelse, erstatningsansvar efter de almindelige erstatningsregler, såfremt de ansvarlige efter stk. 1 ikke kan betale eller ikke skal betale, fordi de er i god tro. Reglen skal kun ses som en understregning af, at de almindelige erstatningsregler er gældende og kan anvendes på situationen. Se herved U 2006.3050 H, hvor en udloftning af midler i et datterselskab ved kapitalnedsættelse og udbyttebetaling fandtes at være foretaget i overensstemmelse med selskabslovgivningens regler. Der var derfor ikke grundlag for tilbagebetalingspligt efter SL § 113, stk. 1, men selskabet og bestyrelsen havde handlet i strid med redelig handlemåde og ansås derfor erstatningsansvarlige.

Forpligtelsen til at betale tilbage foreligger, uanset om tilbagebetaling er nødvendig for at tilfredsstille selskabets kreditorer. I en konkurssituation har reglen et andet indhold, end hvad der følger af konkurslovens omstændelsesregler. Tilbagebetalingspligten er ikke som omstændelse betinget af, at selskabet var eller gjorde sig insolvent ved udbetalingen, og kravet er ikke tidsmæssigt betinget med hensyn til, hvornår dispositionen er foretaget. Kravet bortfalder først som følge af fornedelse efter lovgivningens almindelige regler herom. Uanset disse forhold har bestemmelsen ikke hidtil været genstand for særlig opmærksomhed i konkursretlig sammenhæng.<sup>100</sup>

Selskabslovens § 138, stk. 2, indeholder en særlig omstændelsesregel vedrørende variabelt vederlag til ledelsen. Går selskabet konkurs, skal ledelsen tilbagebetale, hvad de har oppebåret i de sidste 5 år før fristdagen, forudsat at selskabet var insolvent, da det variable vederlag blev fastsat.

100. Se dog om sammenhængen mellem selskabsretten og konkurslovens omstændelsesregler Jan Beck, Lasse Højlund Christensen, Martin Christian Kruhl i ET 2013 p. 77 ff.



## Selskabets organisation

### 9.1. Den traditionelle organisation

Den traditionelle organisation i danske selskaber kan beskrives som en omvendt pyramide. Øverst samlingen af ejere, aktionærer eller aansæthavere, hvis indflydelse udeves på generalforsamlingen. Denunder en todelt ledelse, bestående af bestyrelse og direktion. Den to-strengeerde organisationsmodel er, som meget andet i dansk selskabsret, hentet i den tyske selskabslovgivning. Over for denne står den en-strengeerde engelsk-amerikanske model, hvor der kun er et ledelsesorgan, *board of directors*. Forskellen mellem de to modeller og de selskabsretlige traditioner, som de er udtryk for, giver sig mange udslag. I det en-strengeerde system er der et særligt behov for, at ledelsesopgaver og kontrollerende opgaver kan holdes adskilt. Derfor er der fokus på, at der i ledelsen er en række uafhængige ledelsesmedlemmer, og at der i øvrigt er en funktionsudskillelse mellem de bestyrelsесmedlemmer, der deltager i den daglige ledelse (*executive directors*), og medlemmer der har en overordnet strategisk og tilsynsførende funktion (*non-executive directors*). I de to-strengeerde systemer er det vigtigste behov snarere at sikre, at bestyrelsen får tilstrækkelig information til at kunne udøve reel kontrol. Det diskuteres regelmæssigt, om der kan ske en tilnærmelse mellem de to systemer. Der er imidlertid tale om nationale strukturer, som ikke uden videre lader sig ændre. Vedrørende EU-harmoniseringen var det bl.a. nødvendigt nærmest at gøre forslaget til det femte direktiv indholdsøst for at nå frem til et kompromis, som, på dette punkt, kunne tilfredsstille både England og de øvrige EU-lande.<sup>1</sup> Tilsvarende bygger SE-statutterne på, at selskabet har valgmulighed

1. Jf. om direktivforslaget nærmere *Karsten Engrig Sørensen i Selskabets organisation*, 1997, p. 91 f., om forholdet til de nordiske selskabslove, *Paul Krüger Andersen, Nye tendenser i skandinavisk selskabsret*, 1995, p. 9 f., og generelt *Werlauff, EU-Selskabsret*, 2002, p. 86 f. og 329 ff. At direktivet ikke blev vedtaget, skyldtes især umighed om medarbejderindflydelsen.

melleml et et-strengt og et to-strengt ledelsessystem, jf. statutterns art. 18, if om SE-selskabet nærmere foran i kap. 4.3.3. High level-gruppens rapport fa reslog tilsvarende, at de børsnoterede selskaber kan vælge mellem de to systemer. Kommissionens handlingsplan (2012) anerkender, at der eksister forskellige ledelsesstrukturer i Europa, og tilkendegiver, at den ikke har intentioner om at udfordre eller ændre på dette, se handlingsplanens punkt 2.1. Ligefodes indeholder den europeiske modellov (EMCA) i chapter 8 valgtenhed mellem et et-strengt og to-strengt ledelsessystem.

Det hidtidige danske ledelsessystem karakteriseres stedvanligvis som et modifiseret to-strengt system, jf. nærmere i det følgende. Det er et fleksibelt system, som kan forne fordele både fra det engelske og det tyske system uden at være behæftet med disse systemers ulemper. I et EU-perspektiv domineres diskussionen imidlertid af de to hovedsystemer. Ved gennemførelsen af SE-forordningen måtte Danmark således vælge, om det danske ledelsessystem skulle karakteriseres enten som et en-strengt eller som et to-strengt system. Af lovttekniske grunde valgte Danmark – i relation til SE-selskabet – at karakterisere det danske system som en-strengt.

Arbejdsdelingen mellem selskabets organer var oprindelig tænkt således, at generalforsamlingen var det besluttende organ, mens beslutningerne blev gennemført af selskabets ledelse i smærvæ forstand, dvs. bestyrelsen og direktionen, efter en indbyrdes arbejdsfordeling. Hverken de tidligere selskabslove eller selskabsloven indeholder i detaljer forskrifter for den faktiske opgave- og magtfordeling mellem de enkelte selskabsorganer. Der er kun tale om et organisatorisk rammesæt, som i grove træk fordeler opgaverne, men som i øvrigt i vidt omfang tillader forskellige strukturer i overensstemmelse med den erhvervsmæssige udvikling og tradition.

Generalforsamlingens rolle kan veksle. Man kan finde selskaber, hvor ejerne via generalforsamlingen spiller en aktiv rolle i selskabets udvikling. Hyppigere har man set, mere udpræget jo flere aktionærer, at generalforsamlingen er en formalitet. Enten kan det være sådan, at aktierne er spredt blandt småaktionærer, som hver for sig er uden muligheder og forudsætninger for at deltage reel i beslutningsprocessen (såkaldt *spredt ejerskab*). I så fald bliver det let den siddende bestyrelse og direktion, der reel får magten i selskabet. Eller det kan være således, at der findes en majoritet af aktionærer, der kører selskabet med tæt forbindelse til den af majoriteten valgte bestyrelse (såkaldt

*Koncentreret ejerskab).*<sup>2</sup> Ekstremt i denne retning således mange datterselskaber, hvor datterselskabets bestyrelse udgøres af ansatte i moderenselskabet.

De seneste år har været præget af en kraftig udvikling i retning af øget aktionærindflydelse i forbindelse med de *institutionelle investorer* – pensionskasserne, investeringsselskaberne og ATP m.v. – aktieinvestering. De betydelige aktieposter, disse investorer besidder, vil efter omstændighederne tilsi en aktiv indflydelse fra deres side. De institutionelle investorets betydning for selskaberne er et centralt emne i den internationale corporate governance-debat, jf. foran i kap. 2. De institutionelle investorer kan, soen varetagere af deres egen interesse, øve indflydelse i selskabet. Indflydelsen kan udeles både via stemmeafgivelse på generalforsamlingen, gennem direkte dialog med selskabet(s bestyrelse) og via de institutionelle investorets investeringspolitik. Som repræsentanter for »almindelige« aktionærer vil de institutionelle investorer ofte have sammenfaldende interesser med disse.<sup>3</sup> Det har hidtil været helt op til de institutionelle investorer at definere deres rolle – i hvilket omfang og på hvilken måde de vil udeve aktivt ejerskab. Med implementeringen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv i 2019 er dette ændret. De institutionelle investorer har nu pligt til at udeve aktivt ejerskab. Implementeringen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv tilskynder også almindelige kapitalejere til at udeve aktivt ejerskab, se nærmere nedenfor i kapitel 11.

Aktieselskabsloven sogte med bestemmelsen i AL § 59 om muligheden for at oprette et *repræsentantskab* at styrke aktionærernes stilling. Efter forarbejderne var repræsentantskabet navnlig tænkt som en mulighed i selskaber med mange mindre aktionærer, som ønsker at følge selskabets drift. Et repræsentantskab kan som et fast aktionærudvalg gøre dette på en måde, som ellers

2. Se således om betydningen af ejerstrukturen i darok erhvervsliv allerede Debatop-lægget om Aktivt Ejerskab, 1999, p. 17 f. og 51 f. De fleste af de 500 største koncerner var i familie- eller fondsje eller ejet af udlandet. Kun 44 af de største koncerne havde spredt ejerskab (dvs. at ingen aktionær har over 20 % af stemmerne eller kapitalen). Se om ejerstrukturen i nordiske børsselskaber appendix E i *Per Lebau* (ed.), the Nordic Corporate Governance Model (2014). Se hertil Jesper Lau Hansen, Den nordiske model for selskabsledelse, NTS 2014:4 p. 34 f. Ejerstrukturen er et centralt emne i corporate governance-debatten.
3. Komiteen for god Selskabsledelse har udarbejdet særlige anbefalinger for aktivt ejerskab for institutionelle investorer – senest i 2016. Anbefalingerne indeholder bl.a. en positiv liste over investorer, der forholder sig til Anbefalingerne for aktivt ejerskab. Listen omfatter de fleste danske institutionelle investorer. Som følge af implementeringen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv i 2019 er seks af de syv anbefalinger blevet omfattet af lovgivning. Som en konsekvens er Anbefalingerne for aktivt ejerskab blevet udfaset. Videre henvisninger findes foran i kap. 2.

ikke er mulig. Kun ganske få selskaber valgte at udnytte adgangen til at oprette et repræsentantskab. Selskabsloven har ikke videreført bestemmelserne i AL § 59. Dette udelukker dog ikke, at generalforsamlingen kan vedtage at oprette et repræsentantskab mod nærmere bestemte opgaver.

Opgavesfordelingen mellem de enkelte selskabsorganer er til en vis grad fastlagt i selskabsloven. Visse bestemte opgaver eller beslutninger er efter loven henlagt til de enkelte organer, men loven tillader i øvrigt, at selskabet kan udvikle sin egen praksis. Groft kan man sige, at selskabsloven forbeholder de fundamentale beslutninger i selskabet for generalforsamlingen, således bl.a. kapitalændringer, vedtegtsændringer, godkendelse af regnskab, vedtagelse af udbytte og beslutning om selskabets ophør ved likvidation eller fusion.

Til bestyrelsen er henlagt en række specielle pligter til forberedelse eller gennemførelse af generalforsamlingens beslutninger, f.eks. vedrørende indkaldelse og forberedelse af generalforsamlinger. Derudover en række opgaver, beføjelser og pligter, som fastholder bestyrelsen som ansvarlig for selskabets forsvarlige drift og udvikling. Hertil hører bl.a. bestemmelser om bestyrelsens redegørelse i forbindelse med kapitalforhøjelser, forbeholdene om bestyrelsens godkendelse af kapitalnedsættelser og udbytte, jf. SL §§ 189 og 180, pligten til at tage stilling til selskabets kapitalberedskab, jf. SL § 115 og følgende, og pligterne til at påse, om selskabet er i en kapitaltabssituation, jf. SL § 119. Ændringerne i aktieselskabsloven ved 1992-reformen havde som et af hovedformålene at gennemføre bestemmelser, der yderligere præciserer bestyrelsens og direktionens pligter og ansvar (i større selskaber). Reformen af selskabslovene i 2006 og selskabsloven af 2009 legger også vægt på ledelsens ansvar, men går, i forenklingens navn, den modsatte vej, jf. nærmere i det følgende.

I øvrigt gælder i Danmark, at generalforsamlingen kan drøfte og træffe beslutning om ethvert forhold, stort eller lille, vedrørende selskabet. Det centrale ledelsesorgan og/eller de enkelte kapitalejere kan på den anden side, i det omfang de ønsker dette, skubbe beslutninger »opad« i overensstemmelse med reglerne om afholdelse af generalforsamlinger, jf. SL §§ 90 og 93 samt nedenfor i kap. 11. At generalforsamlingen principielt kan træffe beslutning om ethvert forhold i selskabet, er hverken ensbetydende med, at den faktisk gør det, eller at dette altid er hensigtsmæssigt. Navnlig i store selskaber er det hensigtsmæssigt med en arbejdsdeling mellem generalforsamlingens og selskabets ledelse, jf. også nedenfor i kap. 11.

De opgaver, som generalforsamlingen ikke tager sig af, påhviler selskabets ledelse. Det er de fleste. Efter det traditionelle system forestår bestyrelsen og direktionen ledelsen af selskabets anliggender. Det påhviler bestyrelse og direktion at udfolde det nødvendige initiativ og af gennemføre sådanne be-

slutninger, som er nødvendige for at drive og udvikle selskabet. I det indbyrdes forhold er lovens ordning, at det er bestyrelsen, der afgrenser og definerer dens egen og direktionens rolle på grundlag af den almindelige beskrivelse i SL § 111, stk. 1, nr. 1, jf. §§ 115 og 117. Den traditionelle danske ledelsesmodel bygger nok på et to-strenget ledelsessystem på det personelle plan, men har ikke en skarp kompetencefordeling. Selv om loven henlægger den daglige ledelse af selskabet til direktionen, skal dette ikke opfattes som en udelukkende kompetencenorm. Direktionen kan ikke, som den tyske Vorstand, have eneret til et selvstændigt kompetenceområde. Bestyrelsen kan tillage sig og træffe enhver beslutning, som den mætte ønske. En rollefordeling med vægt på bestyrelsen ses i selskaber med en såkaldt »arbejdende bestyrelsesformand«. »Arbejdende bestyrelsesformænd« er dog forbudte i borsnoterede selskaber, jf. SL § 114 og nærmere nedenfor i afsnit 9.3.1.1. På den anden side findes der selskaber, hvor direktionen reelt er og opfatter sig som selskabets drivkraft, som ikke alene sørger for den daglige drift, men også definerer selskabets langsigtede politik og udvikling.<sup>4</sup>

Til selskabsorganerne må i dag også henregnes de generalforsamlingsvalgte revisorer. Efter den nyere selskabsudvikling er revisorenes stilling i selskabet på flere måder udbygget og af selvstændig karakter som betryggelse for de interesser, som revisionen skal tjene, jf. nærmere nedenfor i kap. 13.

Selskabet kan have andre, ikke lovbestemte, organer. De lovbestemte organer kan i et vist omfang delegerer kompetence til (andre) personer eller organer. I nogle selskaber findes således en »kommitteret«, hvis opgaver og kompetence kan være beskrevet i selskabets vedtægter eller i en bestyrelsесbeslutning. I de seneste år diskutes ofte, om større selskaber bør have bestyrelsесudvalg til løsning af forskellige opgaver. Dette er lovligt, EU-anbefalet og – for så vidt angår revisionsudvalg – nu også lovfestet i borsnoterede selskaber, jf. revisorlovens § 31.<sup>5</sup> Efter traditionel opfattelse kan et selskab imid-

4. Jf. herved en ældre, men formentlig ikke helt forældet undersøgelse om bestyrelsens faktiske rolle i norske selskaber i Bjørn Gustavsen, Industristyret, Oslo 1972. Bogta identificerer nogle typiske styrelsesmodeller, som også kan være til inspiration i dag. Se også Steen Langebæk, Bestyrelsens Idegrundlag og Funktion, 2. udg., 1991. Den sidstrævnte særligt vedrørende borsnoterede selskaber. Selv om direktionen efter loven er underordnet bestyrelsen, hævdes det ofte, at det faktisk forholder sig omvendt i mange (større) selskaber. Er det reelt direktionen, der vælger bestyrelsen, siger det næsten sig selv, at dette bl.a. kan få betydning for effektiviteten af det *tilsyn*, som bestyrelsen skal føre med direktionen, og, i økonomisk henseende, for om den todelte ledelsesmodel er effektiv.
5. Se om bestyrelsесudvalg Kommissionens herstilling af 15. februar 2005 (2005/162/EF) om den rolle, der spilles af menige bestyrelsесmedlemmer af tilsynsorganer i borsno-

lertid ikke ved at oprette særlige stillinger eller organer fraværende kovenes grundlæggende kompetence- og ansvarsfordeling. Denne opfattelse sammenfattes undertiden i en såkaldt »organiteori«.\*

I aktieselskaber har vedtagetmøde som allerede nævnt hidtil kunnet bestemme, at der skal være et repræsentantskab, jf. AL § 59, stk. 1. Repræsentantskabets opgave var at føre tilsyn med bestyrelsen og direktionens forvaltning af selskabets anliggender. Repræsentantskabet kunne ikke tillægges beslutningsmyndighed i selskabets anliggender med den undtagelse, at valg af bestyrelse og fastsættelse af bestyrelsesmedlemmernes vederlag kunne benægges til repræsentantskabet.

Der findes ikke repræsentantskaber i et fælles af almindelige selskaber.<sup>7</sup>

De opgaver, der var tiltegnede repræsentantskabet, kan nu i det væsentlige varetages af de ovenfor nævnte bestyrelsesudvalg.

## 9.2. Nye ledelsesmodeller

SL § 111 giver aktie- og anpartsselskaber mulighed for at vælge fri mellem forskellige ledelsesmodeller.

Der er flere begründelser herfor. Generelt kan det ansives, at der ikke foreligger bevis for, at én ledelsesmodel overordnet er bedre end andre. Det kan rettes kritik mod enkelte elementer, såvel i den rene engelske en-strenge model, som i den rene tyske 10-strenge model, men grundlæggende indret-

terende selskaber og om udvalg sejler i bestyrelsen/ledelsesorganet. Diskussionen om bestyrelsens uafhængighed og om komitéer har nævngig baggrund i det engelsk-amerikanske en-strenge ledelsessystem. Anbefalinger for god Selskabsledelse 2020 indeholder i punkt 3-4 en række råbefalinger om ledelsesudvalg. Helt i overensstemmelse med det i teksten anførte ansives, at denne alene sker med henblik på at forberede beslutninger, i bestyrelsen, vog så ikke medføre, at væsentlig information, som alle medlemmer af bestyrelsen har behov for at medtage, alene tilgår ledelsesudvalget, eller at bestyrelsen begrænses eller undlader nødvendige bestyrelsesbehandlinger. Anbefalingerne indeholder nemmest forskrifter om nomineringsudvalg og revisionsudvalg – men det indføres også, at der kan være behov for f.eks. et risikoudvalg. Se om revisionsudvalg nedenfor i kap. 13.2 og om de øvrige udvalg ovenfor i afsnit 9.3.1.

6. Praktiske konsekvenser af denne teori kan f.eks. ses i diskussionen om, om et selskab ved såkaldte aksionsagentkontrakter kan overlade (auditsittere) dele af selskabets funktioner til andre. Det må antages at være grænser herfor; jf. således Karsten Engsøg Sørensen i BR 1994/6 p. 21 f.
7. Derimod har en del banker repræsentantskaber. Reglement herom findes i lov om Selskabets virksomhed § 69.

se erhvervslivet sig efter de regler, der er gældende, hvis de indeholder en rimelig grad af fleksibilitet.

En høj grad af fleksibilitet var indbygget allerede i de hidtidige danske regler, men fleksibiliteten blev udvidet yderligere med vedtagelsen af selskabsloven.

Fælles for alle kapitalselskaber er, at der skal være en *direktion*, som varetager den daglige ledelse i selskabet.

I aktieselskaber kan selskabet vælge den traditionelle struktur, hvor selskabet ledes af en bestyrelse, der varetager den overordnede og strategiske ledelse, mens den daglige ledelse varetages af en direktion, som ansættes af bestyrelsen, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 1.

Direktionen kan enten bestå af personer, som også er medlemmer af bestyrelsen, eller af personer, som ikke er medlem af bestyrelsen. I førstnævnte tilfælde svarer ledelsesmodellen til den en-strengede engelske model.

Aktieselskaber kan efter SL § 111, stk. 1, nr. 2, også vælge en ledelsesstruktur, hvor selskabet ledes af en direktion. I så fald skal selskabet også have et *tilsynsråd*. Tilsynsrådet skal ansætte og føre tilsyn med direktionen. Dette modsvarer den to-strengede model.

Anpartsselskaber kan vælge den traditionelle ledelsesstruktur med bestyrelse og direktion, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 1. Alternativt kan anpartsselskaber vælge kun at have en direktion, jf. § 111, stk. 1, nr. 2. Anpartsselskaber kan, men skal ikke, tillige have et tilsynsråd. Hvis anpartsselskabet har medarbejderrepræsentation, skal der dog være en bestyrelse eller et tilsynsråd, jf. § 111, stk. 3.

For at holde rede i de pligter og rettigheder, som beskrives i selskabslovens kapitel 7 om kapitalselskabets ledelse, er det fundet nødvendigt at definere de forskellige ledelsesbegreber i SL § 5, nr. 4, 5 og 19. Disse er:

- *Det centrale ledelsesorgan*:
  - a. bestyrelsen i selskaber, der har en bestyrelse
  - b. direktionen i selskaber, der alene har en direktion, og
  - c. direktionen i selskaber, der både har en direktion og et tilsynsråd, jf. § 111.
- *Det øverste ledelsesorgan*
  - a. bestyrelsen i selskaber, der har en bestyrelse
  - b. direktionen i selskaber, der alene har en direktion, og
  - c. tilsynsrådet i selskaber, der både har en direktion og et tilsynsråd, jf. § 111.

Disse begreber bruges i nogle, men ikke i alle, bestemmelser i ledelseskapsloket. De fleste bestemmelser angiver dog direkte, om de indeholder bestemmelser om henholdsvis direktion, bestyrelse eller tilsynsråd.

Enkelte bestemmelser bruger også begrebet *ledelsen*, som omfatter alle de organer, som er nævnt ovenfor. Et medlem af ledelsen kan være et medlem af et selskabs tilsynsråd, bestyrelse eller direktion.

Evalueringen af selskabsloven i 2013 omfattede også den nye ledelsesstruktur. Det ansøres i bemærkningerne til ændringsloven, at bestemmelserne om ny ledelsesstruktur er blevet taget godt imod, omend muligheden for at vælge tilsynsråd alene er udnyttet i enkelte selskaber. Selskabsloven fastholdt dog de nye regler, idet bemærkningerne udtrykker en formodning om, at det tager længere tid at blive fortrørlig med modellen med tilsynsråd.<sup>8</sup> Et alvorligt slag mod tilsynsrådsmodellen er imidlertid, at de reviderede Anbefalinger for god Selskabsledelse fra niveau 2013, 2017 og 2020 – som netop bygger på erfaringerne fra de seneste år – i indledningen ansører, at selskaber med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked efter komitéens opfattelse bør organisere sig med en bestyrelse og direktion. Som en konsekvens heraf anvender Anbefalingerne alene de kendte betegnelser for ledelsesorganerne: bestyrelse og direktion. Anbefalingerne indeholder således intet om et eventuelt tilsynsråds rolle.

### 9.3. Selskabets ledelse

#### 9.3.1. Sammensætning og funktion<sup>9</sup>

##### 9.3.1.1. Bestyrelsen

Selskabets vedtægter skal indeholde bestemmelser om kapitalselskabets ledelsesorganer, jf. SL § 28, nr. 5. Vedtægterne skal således angive den valgte

8. Lars Bunch og Søren Christensen Wist, Selskabsloven, 3. udg., 2018, oplyser p. 503, at der pt. 1. september 2010 var registrert tre selskaber med et tilsynsråd. Dette tal var 1. januar 2015 øget til 21 selskaber. Man kan på denne baggrund stille spørgsmål ved om den lovgrundlagte kompleksitet som indførselen af tilsynsrådet har medført er velbegrundet. Se nærmere nedenfor i afsnit 9.3.1.3.
9. Anbefalinger for god Selskabsledelse indeholder ifølge sagens natur flere hovedafsnit om selskabets ledelse. Således afsnit 2 om ledelsens opgaver og ansvar, afsnit 3 om ledelsens samarbejdssætning og afsnit 4 om ledelsens vedtægts. En del af disse udbygger i generelle vendinger, hvad der må udtages at følge af selskabslovens bestemmelser. De øvrige tager i mere præcise form stilling til en række spørgsmål, som kan berøres generelt i loven. I relation til dette kapitel f.eks. om antallet af bestyrelsesposter, aldersgrænser, valgperioder og vedtægts, jf. ovenfor i teksten.

ledelsesstruktur. Selskabsloven specificerer ikke, hvilke yderligere bestemmelser der bør optages i vedtægterne, men som hidtil vil det være naturligt, at der optages bestemmelser om bestyrelsens størrelse, om eventuelle bestyrelsesudvalg samt om bestyrelsесmedlemmernes valgperiode.

Bestyrelsen i et aktieselskab skal bestå af mindst tre medlemmer, jf. SL § 111, stk. 2. I et anpartsselskab kan der blot være ét eller to bestyrelsesmedlemmer.

Antallet af bestyrelsesmedlemmer fastsættes almindeligvis således, at bestyrelsen har et ulige antal medlemmer for at undgå stemmelighed ved afstemninger (dead-lock). Bestyrelsen bør naturligvis ikke være større, end at den kan arbejde effektivt.

Flertallet af bestyrelsens medlemmer skal i aktieselskaber vælges af generalforsamlingen, jf. SL § 120, stk. 1. Selskabets ejerkreds er herved sikret et flertal i bestyrelsen på mellem halvdelen + 1 og to tredjedele (+ afnunding), hvis der er medarbejderrepræsentation. Vedtægterne kan i øvrigt tillægge offentlige myndigheder eller andre, inden for eller uden for aktionærernes kreds, ret til at udpege bestyrelsesmedlemmer, jf. SL § 120, stk. 2. Bestyrelsens sammensætning kan også være reguleret ved ejeraftaler, jf. foran i kap. 5.2.4, eller ved gavedispositioner, jf. f.eks. U 1966.575 H om et gavebrev i forbindelse med generationsskifte.

Anpartsselskabsloven af 1996 indeholdt ikke regler om, hvem der udpeger bestyrelse og direktion. Dette betød ifølge bemærkningerne til loven, at der var frihed for anpartshaverne til i vedtægterne at træffe bestemmelse om, at også bestyrelsens flertal eller direktionen skal udpeges af andre end anpartshaverne. Denne retstilstand videreføres efter selskabsloven.

Bestyrelsesmedlemmer i kapitalselskaber kan afsættes af den eller dem, der har udpeget eller valgt den pågældende, jf. SL § 121, stk. 1, og nedenfor. Hvis vedtægterne i et anpartsselskab tillægger andre end anpartshaverne retten til at vælge (et flertal af) bestyrelsen, er anpartshaverne således også afsikret fra at afsætte bestyrelsen. Retten til at udnævne og afsætte bestyrelsen er det middel, som i aktieselskaber tvinger bestyrelsen til at rette sig efter generalforsamlingens anvisninger. Det fremgik ikke af anpartsselskabsloven af 1996, og det fremgår heller ikke af selskabsloven, hvorledes forholdet vil være mellem en generalforsamling af anpartshavere og en bestyrelse, som anpartshaverne hverken kan udnævne eller afsætte. Det er op til anpartshaverne og deres rådgivere at sikre en organisatorisk sammenhæng mellem de ledelsesorganer, som vælges i forbindelse med udformningen af anpartsselskabets vedtægter m.v.

Vedtægterne kan foreskrive valg af en eller flere supplanter.<sup>10</sup> Bestyrelsessupplanter er ikke obligatoriske, bortset fra vedrørende de medarbejderes valg til bestyrelsesmedlemmer. Nogle enkelte bestemmelser om supplanter og deres funktion findes i selskabsloven, men kan som nævnt i øvrigt optages i selskabets vedtægter. SL § 111, stk. 4, bestemmer således generelt, at lovens bestemmelser om medlemmer af bestyrelse (og tilsynsråd) finder tilsvarende anvendelse på supplanter for disse. Hermed udtrykkes dog blot, at supplanten – når vedkommende er indtrådt som ernstning for et bestyrelsesmedlem – er undergivet de samme pligter og har de samme besøjelser som de øvrige bestyrelsesmedlemmer.

Supplanten kan vælges som substitut for et bestemt bestyrelsesmedlem eller for samtlige bestyrelsesmedlemmer. Vedtægterne bør tage stilling til, om de førstnævnte eller det sidstnævnte skal være tilfældet. Den første mulighed er navnlig aktuel, hvis enkelte bestyrelsesmedlemmer er udpeget således, at de repræsenterer sterlige interesser.

Supplanten indtræder i bestyrelsen, hvis det pågældende bestyrelsesmedlem udtænder af bestyrelsen for valgperiodens udløb, jf. SL § 121, stk. 2, således at det ikke bliver nødvendigt at afholde valg. Supplanten har ret til at indtræde midlertidigt i bestyrelsen ved et medlems forfald, jf. SL § 124, stk. 2. Der tenkes herved ikke alene på mere varigt forfald, men også på tilfælde, hvor et bestyrelsesmedlem kun er forhindret i et enkelt eller nogle få møder. Det behøves dog ikke nødvendigvis at blive indkaldt supplant, blot fordi et bestyrelsesmedlem er forhindret i et enkelt eller få møder. I enkeltstående tilfælde kan et bestyrelsesmedlem give fuldmagt til et andet medlem i stedet for at indkalde en supplant, hvis dette er betryggende henset til emnet for drøftelserne. Bestyrelsens forretningsorden kan give forskrifter om den almindelige praksis, der følges i selskabet. Udgangspunktet er dog, at der skal gives supplanten adgang til at møde.

De generalforsamlingsvælgte bestyrelsesmedlemmer vælges ved almindelig flertalsvalg. Dette indebærer den særliges vigtige følge, at der ikke er sikret en minoritet bestyrelsesrepræsentation. Vedtægterne kan dog have en anden ordning, som f.eks. sikrer forholdstalsvalg, ligesom der som nævnt også hyppigt ses ejeraftaler, der sikrer minoriteten bestyrelsesrepræsentation.

Bestyrelsesmedlemmer i aktieselskaber vælges for en bestemt periode: til næste generalforsamling eller for et åremål. Valgperioden skal ophøre efter afslutningen af en ordinær generalforsamling senest 4 år efter valget, jf. SL

10. Jf. om supplanter Gomard i U 1979B, p. 157 f. Se vedrørende svensk ret ABL (2005) 8 kap., 20 §, og Carl Svartvik, Aktiebolagets supplanter, 1998.

§ 120, stk. 4. For at sikre kontinuitet kan det bestemmes, at alle medlemmer ikke afgår samtidig, men efter en turnus. Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3.1.5 anbefaler, at de generalforsamlingsvalgte medlemmer af bestyrelsen er på valg hvert år. Kontinuitet må så sikres ved, at bestyrelsесmedlemmer genvælges.

Bestemmelsen i SL § 120, stk. 4, gælder formentlig – ligesom den øvrige del af § 120 – kun i aktieselskaber. Vedtægterne kan således frit fastsætte valgperioden i anpartsselskaber.

Uanset bestemmelser om valgperioden kan et bestyrelsесmedlem til enhver tid udtræde af bestyrelsen ved meddelelse til bestyrelsen, eventuelt tilbage dertil, som har udpeget den pågældende, jf. SL § 121, stk. 1. Bestyrelsen er herefter pligtig at afmøde den udtrådte til Erhvervsstyrelsen<sup>11</sup> og at sørge for, at der vælges et nyt medlem for den resterende valgperiode. Adgangen til at udtræde af bestyrelsen har væsentlig betydning i ansvarsmæssig henhold. Intet bestyrelsесmedlem kan således tvinges til at være med i en bestyrelse, hvis arbejde eller hvis beslutninger vedkommende ikke kan stå inde for, jf. også nedenfor i kap. 14.

Et bestyrelsесmedlem kan til enhver tid afsættes af den, som har valgt eller udpeget den pågældende, jf. SL § 121, stk. 1. Afsættelsen kan ske med simpel majoritet for de generalforsamlingsvalgtes vedkommende<sup>12</sup> og ligeledes vedrørende de arbejdstagervalgte medlemmer, jf. bekendtgørelsen om medarbejderrepræsentation §§ 52 og 54. Reglen om fri afsættelighed er ikke præceptiv. Uafsaettelighed kan sikres ved vedtægtsbestemmelse eller ved aftale, jf. forudsætningsvis U 1976.755 V,<sup>13</sup> hvor en vedtægtsbestemt turnusordning dog ikke fandtes at hindre generalforsamlingens vedtagelse om, at hele besty-

11. Erhvervsstyrelsen anerkender i sin praksis en anmeldelse om udtræden, alene underskrevet af den udtrædende, *Lars Bunch og Søren Corfitzen Whitt*, Selskabsloven, 3. udg. 2018, p. 525.

12. If. herved betenkning 1969, p. 102, og bemærkningerne til SL § 121, L 170 2008-09 p. 239.

13. Dommen siger, at en vedtægtsbestemt turnusordning ikke (i det konkrete tilfælde) hindrede generalforsamlingen i at lade hele bestyrelsen afgå. Dommen tillader dog imod ikke en generel slutning i retning af, at uafsaettelighed ikke kan sikres ved vedtægtsbestemmelse eller aftale, jf. også Schaumburg-Müller/Werlauff, Selskabsloven, 3. udg. 2020, p. 755, hvor det anføres, at det nu ligger lovpræsigt fast, at der er en fri afdelighedsret også indenfor en vedtægtsmessig valgperiode. Tilsvarende Jan Schou Christensen, Kommentar, p. 377. Noget andet er, at en bestemmelse om bestyrelsens sammeudsetning efter omstændighederne ikke vil hindre, at et bestyrelsесmedlem afsættes, såfremt der foreligger misligholdelse eller misbrug af hans stilling i selskabet, jf. herved den i teksten nævnte U 1966.575 H.

relsen skulle afgå. Uafsettethed kan også sikres ved forbehold i gavebrev eller testamente. Jf. herved U 1966.575 H.<sup>14</sup>

Frafræder et bestyrelsесmedlem i utide, eller afsættes han, tilkommer der ham i almindelighed vederlag for tiden indtil fratrædelsen, jf. således U 1995.444 H om et medarbejdervalg bestyrelsесmedlem. Derimod må det afgøres konkret, om han har krav på vederlag for den resterende del af valgperioden, jf. således U 1976.755 V, der tilkendte erstatning for tab af honora for den periode, hvor den pågældende havde kunnet påregne at blive i bestyrelsen efter regler i vedtægterne.

Selskabsloven indeholder en række regler om bestyrelsens funktion, jf. navnlig §§ 122 og fulgende, jf. nærmere om disse regler straks nedenfor.

Selskabsloven indeholder ikke regler om bestyrelsens personmessige sammensætning eller krav om stenskilte kvalifikationer. SL § 112 stiller alene det generelle krav, at medlemmer af et kapitalselskabs ledelse skal være myndige personer, der ikke er under værgemål. En person, der er gået konkurs, er ikke afskåret fra at være bestyrelsесmedlem, medmindre personen er idemt konkurskontantene efter reglerne herom, se nærmere herom nedenfor i kap. 14.1.6. Erhvervsstyrelsen kan dog nægte at registrere stråmand. Medlemmer af ledelsen skal være personer, som faktisk fungerer som ledelsesmedlemmer, jf. SL § 112 og foran i kap. 2.4.1. Loven indeholder dog regler om diversitet i SL § 139 c, jf. kravet i ARL § 107 d om en redegørelse for virksomheders mangfoldighedsopolitik, jf. herom nedenfor i afsnit 9.3.1.3 og i kap. 13.1.9.

En central del af Anbefalinger for god Selskabsledelse handler om bestyrelsens opgaver, sammensætning og ledelse, se således Anbefalingernes punkter 2-4. Punkt 3 har overskriftet »Bestyrelsens sammensætning, organisering og evaluering». Indledningsvis siges det lidt selvfolgeligt, at »sammensætningen af bestyrelsen skal gøre den i stand til at varetage opgaver af strategiske, ledelsesmessige og kontrolmessige arte«. Denne formulering knytter sig tæt til selskabslovens beskrivelse af bestyrelsens pligter, jf. SL §§ 115 og fulgende. Mere specifikt handler Anbefalingerne bl.a. om, at rekruttering af kandidater til bestyrelsen fulger en grundig proces, der er godkendt af bestyrelsen (punkt 3.1.3), om at indkaldelsen til generalforsamlingen, hvor valg til bestyrelsen er på dagsorden, beskriver de opstillede kandidaters kompetencer, øvrige liverv og uafhængighed (punkt 3.1.4), jf. videre om bestyrelsens uafhængighed (punkt 3.2), antallet af øvrige ledelseshverv (punkt 3.3).

14. Jf. her til nærmest Gomorl p. 283, og Adam Jacob i U 1967B, p. 30 f.

nestjæretidso af et nomenringsudvalg (punkt 3.4.4) og gennemførelse af en årlig evaluering af bestyrelse og direktion (punkt 3.5).

Sigtet med de nævnte anbefalinger er ikke at angive præcise krav til bestyrelsesmedlemmernes kompetencer m.v., men at give generalforsamlingen de bedste muligheder for at vælge de rette bestyrelsesmedlemmer og generelt at medvirke til at forbedre og professionalisere bestyrelsesarbejdet. Anbefalingerne følger dermed de senere års erhvervsmæssige trend, som i høj grad fokuserer på bestyrelsesarbejdet. Se også straks nedenfor om SL § 120, stk. 3.

I modsætning til Anbefalinger for god Selskabsledelse indeholder såvel lov om finansiell virksomhed §§ 64 og 64 a mv. og kapitalmarkedslovens kap. 11, § 68, lovmæssige krav om ledelsesmedlemmers egnethed og hæderlighed (fit & proper). Finanstilsynet skal således godkende ledelsesmedlemmer efter de nævnte regler såvel ved medlemmets indtræden som efterfølgende, se herved Finanstilsynets vejledning om krav i den finansielle lovgivning til direktionens og bestyrelsensmedlemmernes egnethed og hæderlighed (fit & proper) (2014), jf. også Finanstilsynets Fit & proper-oplysningskema, 2020. Højesteret har ved dom af 17. januar 2020 godkendt Finanstilsynets påbud om nedlæggelse af bestyrelseshverv i et pengeinstitut, som den pågældende var bestyrelsesmedlem i, på grund af vedkommendes adfærd i en ikke-finansiel virksomhed.

For at give generalforsamlingen mulighed for at bedømme et bestyrelsesmedlems kvalifikation og eventuelle interessekonflikter skal der i aktieselskaber gives oplysning om de opstillede personers ledelseshverv i andre erhvervsdrivende virksomheder, jf. SL § 120, stk. 3. Anbefalinger for god Selskabsledelse indeholder som nævnt en række supplerende anbefalinger om bestyrelsens sammensætning og organisering. Selv om anbefalingerne kun gælder for børsnoterede selskaber, vil de også give god mening – i tilpasset form – for mange andre selskaber.

Selskabsloven forudsætter, at der vælges en *formand* for bestyrelsen i et aktieselskab. Formanden vælges af bestyrelsen selv, medmindre vedtægten bestemmer andet, jf. SL § 122. Der kan også vælges en næstformand, som fungerer i tilfælde af formandens forfald, og i øvrigt kan være en effektiv sparringspartner for formanden. Dette anbefales i Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 2.2.1 og punkt 2.2.2. I et anpartselskab kan bestyrelsen organisere sig, som selskabet ønsker.

Bestyrelsесformanden spiller i mange selskaber en vigtig rolle og deltager i selskabets aktivitet i videre omfang end den samlede bestyrelse. Formanden er normalt bestyrelsens kontaktled til selskabet. Den nærmere rollefordeling beror i øvrigt på praksis i selskabet og på den øvrige bestyrelsес accept. Anbefalinger for god Selskabsledelse anbefaler, at bestyrelsens forretningsorden

beskriver formandens og næstformandens opgaver, jf. Anbefalingernes punkt 2.2.1 og nedenfor om SL § 130. Bestyrelsесformanden er ikke i loven tilladt anden stilling end de øvrige bestyrelsesmedlemmer, bortset fra pligten til at sørge for, at bestyrelsесmode afholdes, når dette er nødvendigt, og til at påse, at samtlige medlemmer indkaldes, jf. SL § 123. For at modvirke stemmehed i bestyrelsen kan det dog i vedtagte bestemmelser, at formandens stemme skal være afgørende, jf. SL § 124, stk. 3.

Det er naturligt og praktisk, at bestyrelsесens formand leder bestyrelsen, bejdet og herunder tager de nødvendige initiativer. Formanden må påse, at lovgivningens krav til bestyrelsen overholdes. Han må eksempelvis kontrollere, at revisionsprotokollen – hvis der skal føres en sådan – gennemgås og underskrives, jf. revisorlovens § 20 og SL § 129, og i det hele at bestyrelsen indkaldes og tager stilling til selskabets væsentlige problemer. Ansvaret for at lede selskabet påhviler dog hele bestyrelsen. Det er ikke hensigtsmessigt, hvis arbejdsformen udvikler sig således, at formanden i realiteten er den eneste, der har indsigt i selskabets forhold. Det er heller ikke hensigtsmessigt, hvis der sker en (for høj grad af) sammenblanding af de forskellige funktioner, der udføres af direktion og bestyrelse, jf. straks nedenfor. Inspiret af Nordisk Fjer-sagen i 1990<sup>15</sup> blev der indført et forbud mod arbejdende bestyrelsesformænd i borsnoterede selskaber. Bestemmelsen findes nu i SL § 114. Med baggrund i den nævnte sag angiver forarbejderne, at bestemmelsens sigte er at præcisere, at hele bestyrelsen har et ansvar for ledelsen af selskabet. Der tenkes herved klart på et retligt ansvar, dvs. på at hindre misbrug.<sup>16</sup>

SL § 114 nævner ikke direkte ordet »arbejdende bestyrelsesformand«. Indholdet af begrebet ligger i bestemmelsens sondring mellem de opgaver, der er en del af hvervet som bestyrelsesformand,<sup>17</sup> og andre opgaver. Efter

15. Nordisk Fjer-krakket er en af danmarkshistoriens største erhvervskatastrofer. Krakket er detaljeret beskrevet i Charlotte Langfeldts bog *Bedruger – Sagen om Nordisk Fjer*, 2016.
16. I corporate governance-debatten diskuteres derimod, om det er økonomisk effektivt at have arbejdende bestyrelsesformand. Dette er stadig tilladt i mange lande. Et forslag blev afvist i den svenske betjeningslo, jf. SOU 1995-44 p. 205, men findes nu i ABL 8 kap., 49 §, vedrørende publka aktiebolag. Den svenske bolagstyringskod 2020 fastholder sig også kritisk til den også i Danmark sete praksis, hvor en afgående administrerende direktør bliver bestyrelsesformand. Se den svenske kod punkt 2.6. Efter de danske Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3.2.1 anses et bestyrelsesmedlem, som siden for de seneste 5 år har været direktør, dog ikke som uafhængig.
17. Det følger af formuleringen af § 114 tilføje, at selskabets advokat, men nok en advokat fra samme firma, ikke kan være formand for bestyrelsen i borsnoterede selskaber.

bestemmelsens baggrund og henvisningen til udtrykket »arbejdende bestyrelsesformand« i bemærkningerne tigger der i formuleringen en begrænsning i bestyrelsesformandens adgang til at deltage aktivt i den daglige ledelse af selskabet. Dette må bestyrelsesformanden kun gøre, for så vidt der er tale om opgaver, som den pågældende bliver anmodet om at udføre af eller for bestyrelsen, f.eks. forhandlinger om enkelte engagementer, forhandlinger om fusion, udarbejdelse af børsprospekter o.lign. Kort kan man sige, at formanden ikke må fungere som direktør. I forhold til den tidligere bestemmelse er formuleringen af § 114 bredere. Efter den tidligere regel kunne formanden kun påtage sig »enkeltsættende opgaver». Efter den seneste formulering vil formanden også kortvarigt kunne deltage i den daglige ledelse, hvis der er et midlertidigt behov herfor, eksempelvis i en periode, hvor der seses en ny direktør.<sup>18</sup> Med denne udvidelse kan det i øvrigt efter omstændighederne blive ganske svært at trekke grænserne for bestyrelsesformandens arbejde.

Nærmere bestemmelser om bestyrelsens arbejde skal findes i en *forretningsorden* for bestyrelsen, jf. SL § 130. I forretningsordenen kan bl.a. være fastsat bestemmelser om antallet af bestyrelsesmedlemmer, om en fast dagsorden, om aldersbetingelser (afgang) for bestyrelsesmedlemmer og om en eventuel arbejdsdeling mellem bestyrelsesmedlemmerne.<sup>19</sup> Der har indtil Nordisk Fjersagen først i 90'erne ikke været angivet krav til indholdet af forretningsordenen. Det har formentlig været meget vekslende, hvilket indhold forretningsordenen har haft, og nævnlig hvilken konkret betydning den har været tillagt i selskabernes hverdag. I bestræbelserne på at imødegå sådanne misbrug, som bl.a. Nordisk Fjersagen afsloredede, valgte lovgiveren at formulere mindstekrav til den forretningsorden, som skulle udarbejdes i børnnoterede selskaber. AL § 56, stk. 7, opregnede disse krav i ti punkter. De ti punkter angik de centrale forhold vedrørende selskabets organisation og økonomiske styring, som ledelsen må have den fornødne indsigt i og greb om. Moderniseringsudvalget fandt, at aktieselskabslovens opregning var for detaljeret og ufleksibel. I stedet angiver SL § 130, stk. 2, nu en række temae, som bestyrelsen (og tilsynsrådet) bør overveje i forbindelse med udformningen af forretningsordenen. Der er såle-

Efter anbefalingerne for god selskabsledelse anses en professionel rådgiver ikke for at være uafhængig.

18. Jf. herved Moderniseringsbetenkningens overvejelser p. 328 f.
19. Anbefalinger for god Selskabsledelse tager som nævnt foran stilling til flere af disse ting. Selskaber kan vælge at følge anbefalingerne ved at optage anbefalingernes indhold i forretningsordenen.

des ikke tale om en tvingende minimumsliste.<sup>20</sup> Punkterne angår, hvorefter bestyrelsen skaffer sig den information, som udgør bestyrelsens beslutningsgrundlag, hvorledes bestyrelsen udfører kontrol og tilsyn med direktionsarbejde og bestyrelsens arbejdsform m.m. Sigtet med bestemmelsen i aktieselskabsloven var ikke at udvide bestyrelsens pligter, men, som det siger i forbejdelse, at præcise bestyrelsens pligter for derigennem at lette muligheden for at gøre et ansvar gældende, hvor der er tale om undladelse eller forsommelighed. Dette formål gentages i bemærkningerne til SL § 130, stk. 2,<sup>21</sup> jf. også nedenfor i afsnit 9.3.2.

Det er ikke muligt at formulere i lovform kravene til forretningsordenen i de meget forskellige selskaber, der omfattes af selskabsloven. SL § 130, stk. 2, anfører i konsekvens hørf, at *sådor* ved udformningen af forretningsordenen skal tages udgangspunkt i kapitalselskabets virksomhed og behov. Det er herefter op til selskabene og deres rådgivere at forholde sig til de temae, som angives i § 130, stk. 2, jf. ordene *sådor overveje*.

Overholdeelse af kravene om forretningsorden skal påses af selskabets eventuelle generalforsamlingsvalgte revisor, jf. SL § 147, stk. 2, jf. også nedenfor i kap. 13.

Kravene i AL § 56, stk. 7, gælder kun for borsnoterede selskaber. Som en konsekvens af, at selskabslovens § 130 nu kun angiver en række temae, som det kan være rimeligt for bestyrelsen (eller tilsynsrådet) at overveje i forbindelse med udformningen af forretningsordenen,<sup>22</sup> gælder § 130 for alle kapitalselskaber, der har en bestyrelse (eller et tilsynsråd). Det er dog næppe i sig selv ansvarsplidragende ikke at overholde forretningsordenen, se herved nedenfor i kap. 14.1.3.2 om Capinordic-dommen i U 2019.1907 H.

Bestyrelsens beslutninger træffes, om nødvendigt, ved afstemning. Hvis ikke vedtægterne bestemmer andet ved simpelt stemmeflertal, jf. SL § 124, stk. 2. Ved stemmelighed er et fæltslag ikke vedtaget, modmindre formandens stemme er afgørende, jf. ovenfor. Undtagelse herfra gøres dog ved valg af formand, hvilket i tilfælde af stemmelighed afgøres ved lodtrækning, jf. SL § 122.

Bestyrelsesmøder afholdes normalt som et fysisk møde. SL § 124, stk. 1, stiller det quorumkrav, at bestyrelsen kun er beslutningsdygtig, når over halvdelen af samtlige medlemmer er repræsenteret. Loven foreskriver yderligere, at beslutning ikke må tages, uden at så vidt muligt samtlige bestyrel-

20. Særlig derimod kravene i lov om finansiel virksomhed § 65, jf. bkg. nr. 1706 af 27. november 2020 om ledelse og styring af pengeinstitutter m.fl.

21. Jf. bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 249.

22. Jf. således bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 249.

medlemmer har haft adgang til at deltage i sagens behandling. Denne regel karakteriseres i forarbejderne som en *viglig ordensforskrift*.<sup>23</sup> Bevidst tilsidestillelse af reglen kan efter omstændighederne medføre en beslutnings ugyldighed. Dette gælder i hvert fald, hvis der er vedtaget en beslutning, som åbenbart ikke kunne vedtages, hvis alle var til stede, jf. herved forudsætningsavis U 1991.149 H, hvor Højesteret opretholdt en beslutning om afskedigelse af en direktør, hvorom der materielt var enighed, uanset at hele bestyrelsen ikke havde været til stede.<sup>24</sup> I forhold til godtroende medkontrahenter vil selskabet være bundet, såfremt selskabet i øvrigt er forpligtet af personer med den fornødne legitimation, jf. nedenfor.<sup>25</sup>

Efter reglen i SL § 125, stk. 2, kan bestyrelsесmøder afholdes elektronisk, i det omfang dette er forenligt med udførelsen af bestyrelsens hverv. Efter § 125, stk. 1, kan bestyrelsen også bestemme, at bestyrelsесanliggender behandles skriftligt, i det omfang det er forenligt med emnernes karakter. Mens reglerne om elektroniske bestyrelsесmøder bl.a. har baggrund i en mere og mere international aktionærkreds, skal reglerne om skriftlige bestyrelsесmøder imødekomme et praktisk behov også i mange »almindelige« selskaber, f.eks. for at der ikke behøver at afholdes et møde for at tage stilling til visse rutinemæssige beslutninger.<sup>26</sup>

Ethvert medlem af ledelsen kan dog altid forlange, at der finder en mundtlig drøftelse sted, f.eks. i form af et telefon- eller videomøde.

De øvrige regler om afholdelse af bestyrelsесmøder finder også anvendelse på det elektroniske og skriftlige møde.

Af principippet i SL § 124 kan udledes noget om muligheden for at nedsætte *forretningsudvalg* (samt andre udvalg) inden for bestyrelsens rammer. Selskabsloven omtaler ikke forretningsudvalg. Nedsættelse af forretningsudvalg samt andre udvalg kan ske, men kan ikke benyttes til at holde nogen, f.eks. medarbejdere, uden for indflydelse. Forretningsudvalget kan derfor ikke give en generel besluttende myndighed, men kan bruges som sagsforberedende og gennemførende organ for bestyrelsens beslutninger, jf. U 2002.1452H samt Erhvervsankenævnets kendelse 2004.193.<sup>27</sup> (Forretnings)udvalg kan

23. Betænkning 1969 p. 105.

24. Er bestyrelsen ikke beslutningsdygtig, fordi et antal medlemmer er inhabile, må sagen afgøres af generalforsamlingen.

25. Jf. herved Holmgaard i Jur. 1974 p. 154.

26. Spørgsmålet om elektroniske bestyrelsесmøder og generalforsamlinger har været særlig aktuelt under coronakrisen, jf. nærmere herom nedenfor i kap. 11.5.

27. Jf. således også Jan Schans Christensen, Kommentar, p. 382, samt Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3.4 om ledelsesudvalg (eller -komiteer).

dog også gives speciel bemyndigelse til at udføre bestemte opgaver eller til at træffe endelig afgørelse i en bestemt eller bestemte sager.

Det bliver som nævnt mere og mere almindeligt i større selskaber at have udvalg (komitéer) til at behandle særlige spørgsmål. De forskellige corporate governance codes undersøger vigtigheden af, at bestyrelsen har de rette kvalifikationer. For at sikre, at dette er tilfældet, kan der oprettes et særligt nomineringsudvalg, således at nye bestyrelsesmedlemmer ikke blot rekrutteres fra de nuværende bestyrelsesmedlemmers personlige netværk.

Et andet væsentligt element i corporate governance-debatten handler om bestyrelsens (og direktionens) afdeling. Denne bør være rimelig og konkurrencedygtig, men ikke ubal; se Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 4. For at sikre en fair og uafhængig vurdering heraf kan der nedsættes et vedlagsudvalg. Se om ledelsens afdeling nedenfor i afsnit 9.3.5.

På vej frem er, som allerede nævnt, også anvendelse af revisionsudvalg, hvis formål er at sikre bestyrelsens kontrol med virksomhedens regnskabsmæssige forhold, jf. herom også nedenfor i punkt 9.3.2 samt i kap. 13.

Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3.4 indeholder detaljerede anbefalinger om sammensætningen af de tre typer udvalg og om deres opgaver. Anbefalingerne nævner også eksempler på andre udvalg, som kan være nytte, såsom R&D- og riskoudvalg.

Bestyrelsesmedlemmer afholdes så ofte, som formunden eller ledelsen i øvrigt finder nødvendigt (Anbefalingerne nævnte tidligere min. 5 ordinære møder om året, men angiver ikke mere en minimumsfrekvens). Ethvert medlem af bestyrelsen eller direktionen kan forlange bestyrelsen indkaldt, jf. SL § 123. Direktører, som ikke måtte være medlemmer af bestyrelsen, har ret til at være til stede og udtale sig, men har ikke stemmeret, medmindre bestyrelsen i de enkelte tilfælde træffer anden bestemmelse, dvs. om at direktøren ikke kan deltage. Dette sidste kan eksempelvis være aktuelt, hvis direktørens forhold er til diskussion. Forhandlingerne i bestyrelsen refereres i en protokol, jf. § 128. Bestyrelsesprotokollen er et internt dokument, som tjener det praktiske formål at fastholde de trufne beslutninger m.v. Den kan tillige tjene som dokumentation for de enkelte medlemmers stillingtagen i sager, hvor et ansvar kan pådrages. Med henblik herpå fastslår loven, at et ledelsesmedlem, der ikke er enig i bestyrelsens beslutning, har ret til at få sin mening indført i protokollen. Se om ansvarsprægsmål videre nedenfor i kap. 14.

### 9.3.1.2 Direktionen

Alle kapitalselskaber skal have en direktion, jf. SL § 111 og foran i afsnit 9.2. Selskabsloven anvender kun en terminologi – direktør/direktion. I selskabernes praksis anvendes også titler – såfremt der er flere direktører – såsom ad-

ministrerende direktør, CEO (Chief Executive Director) eller ordstyrerende direktør, jf. også straks nedenfor.

Direktionen kan bestå af et eller flere medlemmer. Ansættelse af en direktion er bestyrelsens eller tilsynsrådets opgave, jf. SL § 111, stk. 1. I et aktieselskab er opgaven generalforsamlingens, hvis der ikke findes en bestyrelse – og vedtægterne ikke bestemmer andet. At velge den rette direktion anses af mange som bestyrelsens vigtigste opgave. Også afskedigelse af en direktør er i et aktieselskab en bestyrelsesopgave, jf. således U 1967.41 H, som underkendte en opsigelse foretaget af hovedaktionæren på egen hånd, jf. også U 1991.149 H forudsætningsvis.

Direktører i selskabslovens forstand er alene de, som er anmeldt til Erhvervsstyrelsen som sådanne. Kun disse personer er omfattet af de pligter og har det ansvar og den kompetence, som selskabsloven tillægger direktionen. Det står selskabet frit at give andre ansatte titel af direktører, evt. med en betegnelse, som yderligere karakteriserer stillingen, teknisk direktør, økonomidirektør, finansdirektør (CFO) osv. Disse ansattes stilling og pligter i selskabet er alene reguleret ved det ansættelsesforhold, herunder den kontrakt, hvorved de er ansat, og ikke af bestemmelser i selskabsloven.

Også den egentlige direktion har stilling som ansat i selskabet, men direktørerne er dog ikke »medarbejdere« i den forstand, som dette ord bruges i SL § 140 (vedrørende medarbejderrepræsentation) eller § 214 (vedrørende finansiering af erhvervelse af kapitalandele). Direktionens ansættelsesforhold bebor på den kontrakt, hvorved den ansættes.<sup>28</sup> Direktører er ikke omfattet af størsteparten af den beskyttelseslovgivning, som i øvrigt gælder for ansatte. En direktør er således ikke funktionær efter definitionen i funktionærlovens § 1. Direktøren er heller ikke omfattet af ferielovens bestemmelser eller af de ansattes løuprivilegium efter KL § 95 i tilfælde af selskabets konkurs.<sup>29</sup> Derimod omfatter den lovlige arbejdsskadeforsikring og ATP-ordningen også direktører.

En direktør må således i det væsentlige varetage sine interesser mht. løn- og ansættelsesforhold ved udformningen af direktørkontrakten.

28. Jf. herved nærmere *Jørgen Boe, Claus Juel Hansen og Jens Lund Mosebek, Direktørkontrakten*, 9. udg., 2020. Bogen indeholder en modelkontrakt med kommentarer, som beskriver alle aspekter vedrørende direktørens retsstilling i forhold til direktørens ansættelsesforhold.
29. Også andre ledende personer kan være undtaget fra lønprivileget, jf. herved *Anders Ørgaard*, Konkursret, 12. udg., 2018, p. 199 f., cfr. *Werlauff & Schaumburg-Müller* i U 1994B, p. 319.

Direktørens arbejdsforpligtelse fremgår i generelle træk af selskabsloven, jf. nedenfor, men kan være nærmere beskrevet i direktørkontrakten, i en dermed knyttet stillingsbeskrivelse eller i en forretningsorden for direktionen, hvis der er flere direktører. Hvis det sidste er tilfældet, kan der være foretaget en udvælgelse af bestyrelsen mellem direktørene, evt. kan denne fremgå af selve stillingsbeskrivelsen. En af direktørene kan som nævnt have betegnelsen *administrerende direktør*, eller for så vidt mere retvisende, *ordførende direktør*. Den administrerende direktør bærer forsædet og fordeler arbejdet i direktionen i henhold til de bestemmelser, selskabet måtte have fastsat herom. Selskabsloven opererer imidlertid kun med et direktorbegreb, og anmeldelse af en person som direktør modfører, at den pågældende omfattes af de pligter, som løbven pålægger direktøren. Selv om der i det indre forhold er en arbejdsdeling, har de anmeldte direktører derfor principielt et fælles ansvar for hele virksomhedens forhold og er for så vidt ligestillede. SL § 111, stk. 1, udtrykker dette således at direktørerne sammen (udgør) kapitalselskabets direktion.

Direktøren kan og vil ofte være medlem af selskabets bestyrelse. Personssammenfald kan indebære fordele og ulemper. En fordel er, at bestyrelsen kan drage nytte af direktørens erfaringer og detaljerede kendskab til selskabets forhold. Til ulemperne hører, at de samme personer vanskeligt kan honore de krav, som den daglige ledelse stiller, og samtidig have overskud til at se på virksomhedens langsigtede situation, dens placering i samfundet osv. Man kan også hævde, at den tilsynsopgave, forretningsmæssigt og juridisk, som er et væsentligt led i bestyrelsens arbejde, gøres illusorisk ved personssammenfald. Selskabsloven afbalancerer disse synspunkter med bestemmelserne i SL § 111, stk. 1, nr. 1. Ifølge disse bestemmelser skal bestyrelsesflertallet i aktieselskaber udgøres af personer, der ikke er direktører i selskabet, ligesom bestyrelsesformanden i et aktieselskab ikke kan være en direktør – eller fungere som direktør, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 1, og SL § 114.

I anpartsselskaber, som måtte velge kombinationen bestyrelse/direktion, er der intet forbud mod personssammenfald endslige forbud mod arbejdende bestyrelsesformænd.

Den udvidede valgfrihed med hensyn til selskabets ledelsesstruktur indebærer som nævnt foran, at kapitalselskaber kan vælge en ledelsesstruktur svarende til den engelske en-strengete struktur, hvor alle medlemmer af direktionen samtidig er medlemmer af bestyrelsen (men bestyrelsesflertallet må stadig udgøres af personer, der ikke er direktører, jf. ovenfor). Direktormedlemmerne kommer herved til at svare til de engelske »executive directors« og de øvrige bestyrelsesmedlemmer til de »non-executives« eller »outside directors«.

Efter forslaget til 5. direktiv skulle der gælde en regel om fuldstændig personadskillelse samt detaljerede regler om opgavefordelingen mellem bestyrelse og direktion. Aktieselskabslovens regler tog ikke hensyn til direktivudslaget. Vanskelighederne med at finde en balance illustreres også af den sterke betoning, som spørgsmålet om uafhængige – non executive – bestyrelsesmedlemmer har fået i debatten om bestyrelsesarbejdet i det engelsk-amerikanske system. I øvrigt også i en vis kritik af det noget stive og firkantede tyske system. Vurderet i en international sammenhæng virker det traditionelle danske system som et godt kompromis mellem yderstandpunkter og kunne føres frem som et sådant i det videre arbejde med udviklingen af europæisk selskabsret.

Har et aktieselskab valgt en ledelsesstruktur med en direktion og et tilsynsråd, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 2, gælder der et absolut forbud mod person-sammenfald; et medlem af direktionen kan ikke være medlem af tilsynsrådet. Denne regel er en naturlig og konsekvent følge af rådets tilsynsfunktion, jf. nedenfor i punkt 9.3.1.3.

Anpartsselskaber kan som nævnt vælge kun at have en direktion, jf. SL § 111, stk. 1, nr. 2. Både hensynet til funktionsadskillelse og tilsyn vil dog ofte tale for, at også anpartsselskaber vælger at have en bestyrelse.

Selskabsloven indeholder ikke regler om, hvilke personer der bør ansættes som direktør eller vælges til bestyrelsen. Det er klart, at der kan opstå interessekonflikter, når f.eks. hovedaktionærer eller rådgivere er medlem af ledelsen. Selskabslovens inhabilitetsregel (SL § 131) skal beskytte mod, at der kommer falske lodder i vægtskålen, når der tages konkrete beslutninger, jf. nedenfor i afsnit 9.3.4.

Nogle landes selskabslovgivning indeholder forbud mod, eller begrænsninger med hensyn til, om bestyrelsesmedlemmer eller direktion i et selskab samtidig kan have ledelsesposter i konkurrerende selskaber eller virksomheder. Det er åbenlyst, at sådanne dobbeltpositioner kan give anledning til interessekonflikter og misbrug. I det danske system modvirkes misbrug og interessekonflikter i hvert fald delvis ved inhabilitetsreglen i SL § 141 og reglen om tavshedspligt i SL § 132 og i aktieselskaber, pligten til at give oplysninger om kandidater til bestyrelse og tilsynsråds ledelseserhverv i andre erhvervsdrivende virksomheder, jf. SL § 120, stk. 3, samt den detaljerede krav i Anbefalinger for god Selskabsledelse, jf. punkterne 3.1.3 samt 3.2.

Med hensyn til bestyrelsens sammensætning siger Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3, at »det er væsentligt, at bestyrelsen er sammensat således, at varetagelsen af de kontrolmæssige opgaver kan ske effektivt, og at der samtidig er en konstruktiv og kvalificeret dialog med direktionen«. Dette korresponderer med en række lovbestemmelser om diversitet og ligestilling

såvel i selskabsloven som i den finansielle lovgivning, jf. straks nedenfor i afsnit 9.3.1.3.

Selskabet bør også overveje, om bestyrelsen mere generelt kan sammenstøttes således, at den kan handle uafhængigt af aærinteresser, jf. således Anbefalingernes punkt 3.2. Det anbefales, at mindst halvdelen af de generalforsamlingsvalgte ledelsesmedlemmer er uafhængige som nærmere defineret i anbefalingen. Uafhængighed kan *forretningsmæssigt* sikre, at der kan arbejdes effektivt for selskabets interesser. *Reelt* set kan det forhold, at en beslutning er taget af eller dog med tilslutning af uafhængige bestyrelsesmedlemmer, få indflydelse på bevisbedømmelsen i ansvarssager, jf. nedenfor i kap. 14.

Væsentligt i Anbefalingerne er også en betoning af, at bestyrelsen løbende evaluerer arbejdet i bestyrelse og direktion, jf. Anbefalingernes punkt 3.5.

#### 9.3.1.3. *Særligt om diversitet og ligestilling*

Der har i en årrække været en intens debat om, hvorvidt der skal stille krav til diversitet i selskabernes ledelser.

Allerede i 2012 offentliggjorde Kommissionen et forslag, KOM (2012) 299, til et direktiv om »en mere ligelig kønsfordeling blandt menige bestyrelsesmedlemmer i borsnoterede selskaber». Direktivet er ikke vedtaget, men forslaget har alligevel øvet indflydelse på bl.a. den danske udvikling.

Man kan sige, at diskussionen om diversitet har to hovedkomponenter. Den ene er et *ligestillingsperspektiv*, hvor en regulering ses som et bidrag til at øge den samfundsmæssige ligestilling mellem kønnene. Den anden er et (selskabsretligt) *ledelsesperspektiv*. Det går på, at det i dag er et udbredt synspunkt, at det er til gavn for ledelsen, at der inddrages forskellige kompetencer på ledelsesniveau. Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3 udtrykker dette synspunkt således at »mangfoldighed i forhold til bl.a. kön eller uddannelses- og ethvervsmæssig baggrund øger kvaliteten af arbejdet og sammenspillet i bestyrelsen og sikre en forskelligartet tilgang til løsningen af bestyrelsens opgaver».

Nogle lande – Norge og senest Tyskland – har vedtaget tvingende regler om kønsfordeling i ledelsen. Danmark har i modsætning hertil valgt en reguleringsmodel, som *tilskynder* til en mere ligelig kønsfordeling.

Selskabsloven indeholder i § 139 c en bestemmelse om »Måltal for politikker for det underrepræsenterede kön». Bestemmelserne er en videreførelse af den første regel, der blev indført i 2012 (som § 139 a).

Efter hovedbestemmelsen i § 139 c, stk. 1, skal statlige selskaber, borsnoterede selskaber og store selskaber, som overstiger 2 af 3 af de i stk. 2 fastsatte tærskelværdier, »opstille måltal for andelen af det underrepræsenterede kön

i det øverste ledelsesorgan og udarbejde en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn på selskabets øvrige ledelsesniveauer.

Tierskelvaerdierne i § 139, stk. 2, for hvilke store selskaber som er omfattet af hovedbestemmelserne, er de samme, som gælder for regnskabsklasse C og D efter ÅRL § 7, stk. 3 og 4. Ifølge Erhvervsstyrelsens opgørelse drejer det sig om et antal i størrelsesordenen 2.000 selskaber.

Større selskaber har normalt en bestyrelse, evt. et tilsynsråd, og en direktion. Selv om et selskab efter SL § 5, nr. 5, kan vælge kun at have en direktion. Det giver imidlertid ikke mening at fastsætte et måltal i denne situation – som også vil være sjældent i større selskaber.

Forpligtigelsen til at opstille mål for repræsentationen på selskabets øvrige ledelsesniveau omfatter ledende stillinger ud over det øverste ledelsesorgan, og som varetager den daglige drift. Afgrænsningen vil bero på den enkelte virksomheds ledelsesstruktur. I store virksomheder kan det dreje sig om en stor lederguppe. Det fremgår bl.a. af lov bemærkningerne, at formålet med at opstille en politik for denne persongruppe er at gøre virksomhederne attraktive for ledere af begge køn ved at sikre en personalepolitik, som fremmer kvinders og mænds lige karrieremuligheder.

De danske regler er ikke udtryk for en lovmessig kvote. Selskabet kan frit fastsætte det måltal, som skal gælde, men måltallet skal være ambitiøst og realistisk for det enkelte selskab og bør sikre bevægelse i retning af en mere ligelig fordeling af mænd og kvinder. Der skal fastsættes en tidsgrænse, indenfor hvilken selskabet tilstreber at opnå den angivne andel. Tidsgrænsen bør som udgangspunkt højst være 4 år.

Selskaber, der har en ligelig fordeling af mænd og kvinder i bestyrelsen eller den øvrige ledelse, har ikke pligt til at opstille måltal eller udarbejde en politik. Ved en ligelig fordeling forstås en fordeling på 40/60 af henholdsvis kvinder og mænd – eller det antal eller procent, som ligger tættest på 40. Det er uden betydning, om det er kvinder eller mænd, der udgør 40 pct. eller 60 pct.

For moderselskaber, der udarbejder koncernregnskab, er det tilstrekkeligt, at der opstilles måltal og udarbejdes en politik for den samlede koncern, jf. SL § 139 c, stk. 4 og 5.

Selskaber, der har færre end 50 medarbejdere (og som overskrides de øvrige tierskelvaerdier i SL § 139 c, stk. 2) kan undlade at udarbejde en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn på deres øvrige ledelsesniveauer, jf. stk. 1, nr. 2, og ovenfor.

Selskaber, der har pligt til at udarbejde en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn, skal redegøre for politikken i årsrapporten, jf. ÅRL § 99 b. Redegørelsen skal gives i ledelsesberetningen, i en supplerende beret-

møg eller på selskabets hjemmeside, jf. § 99 b, stk. 1. Efter § 99, stk. 1, skal redegørelsen indeholde oplysninger om, hvordan selskabet omsetter sin politik til handling, samt selskabets vurdering af, hvad der er opnået som følge af selskabets arbejde i regnskabsåret samt de eventuelle forventninger til det fremtidige arbejde.

Selskaber, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, og som opfylder nærmere bestemte størrelseskriterier – identiske til de i SL § 139 c angivne – skal yderligere offentliggøre en mangfoldighedspolitik, jf. ARL § 107 d. Mangfoldighedspolitikken har det videre sigte, at den skal anvendes i forbindelse med sammensætningen af selskabets ledelse, for at vist angår f.eks. alder, køn eller uddannelses- og erhvervsmæssig baggrund. Smid herved citatet foran fra Anbefalinger for god Selskabsledelse.

Erhvervsstyrelsen har udarbejdet en Vejledning om måltal og politikker for den konsmessige sammensætning af ledelsen og for afgangsrapportering herom. Seneste opdatering 1. marts 2016, dvs. før ændringerne i 2019, men de tidligere regler i SL § 139 a er som nævnt materielt videreført i SL § 139 c. Erhvervsstyrelsen offentliggør regelmæssigt opgørelser om konfordelingen i de største danske virksomheders bestyrelser.

Regler svarende til SL § 139 c m.v. findes tillige bl.a. i den finansielle lovgivning, se herved kapitalmarkedslovens § 64 om diversitet i bestyrelsen og § 65 om nomineringsudvalgets opgaver med hensyn til vurdering af bestyrelsen og direktions kompetencer. Nomineringsudvalget skal opstille måltal for det underrepræsenterede køn samt fastlægge en politik for mangfoldighed i bestyrelsen.

Efter lov om finansiel virksomhed § 70, stk. 1, nr. 4, skal bestyrelsen for en finansiel virksomhed fastlægge en politik for mangfoldighed i bestyrelsen, der fremmer tilstrekkelig diversitet i kvalifikationer og kompetencer blandt bestyrelsens medlemmer. Ifølge § 79 a, stk. 1, skal bestyrelsen opstille måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen og udarbejde en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn på virksomhedens øvrige ledelsesniveauer.

Efter principippet *om i ex specialis* har reglerne i loven om finansielle virksomheder forrang i forhold til selskabslovens regler, jf. § 79 a, stk. 5.

Ovenstående gennemgang af diversitetsbestemmelser i de forskellige lovgivningskomplekser viser, at der generelt er tale om enslydende kniv. Man kan derfor rejse det spørgsmål, om der er tale om en unødvendig regelkompleksitet.

### 9.3.1.4. Tilsynsrådets opgaver og funktion

Kombinationen med en direktør og et tilsynsråd var en nyskabelse i dansk selskabsret. Der er derfor et særligt behov for at bestemme og afgrense disse ledelsesorganers opgaver og funktion, når denne kombination er valgt.

Filosofien bag selskabslovens bestemmelser om opgavefordelingen mellem direktion og tilsynsråd er, at tilsynsrådet skal varetage den del af det hidtidige bestyrelsesarbejde, som består i at føre tilsyn med direktionen. Tilsynsrådet skal med andre ord overvåge og videreføre bestyrelsens kontrolfunktion, men har ikke bestyrelsens ledelsesbeføjelser. Tilsynsrådet har således ikke ansvar for selskabets overordnede og strategiske ledelse. Dette fremgår både af SL § 111, stk. 1, og af de to bestemmelser i §§ 115 og 116, som mere detaljeret beskriver bestyrelsens henholdsvis tilsynsrådets opgaver. De to sidstnævnte bestemmelser er opbygget identisk omkring ordene »varetages« og »påse«. Efter § 115 skal bestyrelsen varetage den overordnede og strategiske ledelse og sikre en forsvarlig organisation. Dette er ledelsesdelen. Tilsynsdelen angives ved, at bestyrelsen skal påse, at fem nærmere angivne områder varetages eller opfyldes tilfredsstillende. Disse fem tilsynsområder gengives ordret i § 116 om tilsynsrådets opgaver.

Om det nærmere indhold af tilsynsopgaver kan der således henvises til gennemgangen af bestyrelsens opgaver og pligter i det følgende punkt 9.3.2.

Det er efter en generel betragtning uhensigtsmæssigt, hvis der er personsgammenfald mellem et organ, der udfører tilsynsopgaver, og det organ, der skal føres tilsyn med. Hvis et selskab vælger tilsynsrådsmodellen, kan dette synspunkt slå fuldt igennem. SL § 111, stk. 1, nr. 2, fastsætter i overensstemmelse hermed, at et medlem af direktionen ikke kan være medlem af tilsynsrådet.

Samme klare afgrensning kan ikke gennemføres i forhold til en bestyrelse, der også har ledelsesopgaver, jf. nedenfor i næste punkt.

At tilsynsrådet ikke har ledelsesbeføjelser, indebærer også, at alene medlemmer af bestyrelsen har repræsentations- og tegningsret efter bestemmelserne i SL §§ 135 og følgende – bortset fra situationen, hvor der skal anlægges sag mod direktionen, eller hvor direktionens medlemmer er inhabile eller af andre grunde ikke kan repræsentere selskabet, jf. SL § 135, stk. 4.

Hvis et kapitalselskab har et tilsynsråd – og altså ikke en bestyrelse – må en eventuel medarbejderrepræsentation nødvendigvis have sæde i tilsynsrådet. Dette vil have en afledt effekt på indholdet af ordningen med medarbejderrepræsentation, jf. nærmere nedenfor i kap. 10.

For så vidt angår valg til og udtraeden af tilsynsråd er regieme de samme som vedrørende bestyrelsen, jf. således SL §§ 120 og 121. Herom henvises således til fremstillingen i næste afsnit.

Tilsvarende gælder de følgende bestemmelser i selskabsloven om tilsynsrådets funktion, jf. således § 122 om valg af formand, § 123 om afdelelse af møder, § 124 om beslutningsdygtighed, § 125 om skriftlige og elektroniske møder, § 126 om sproget på møder, § 130 om forretningsorden og § 132 om tavshedspligt.

Tilsynsrådet er tillige omfanet af de bestemmelser, der angår ledelsens i selskabet, dvs. alle selskabets ledelsesorganer, jf. definitionen i SL § 5, nr. 19. Dene gælder således § 127 om ubefugte dispositioner, § 128 om forhandlingsprotokol, § 131 om inhabilitet, § 133 om afgivelse af oplysninger til revisor samt § 138 om aflønning.

Medlemmer af tilsynsrådet skal – som medlemmer af det øverste ledelsesorgan – underskrive revisionsprotokollen, jf. SL § 129, jf. § 5, nr. 5, men ikke give underretning om koncernforhold efter § 134. Det skal det centrale ledelsesorgan, jf. SL § 5, nr. 4.

Udarbejdelse af en vederlagspolitik i børsmøterede selskaber skal efter § 139 foretages af det øverste ledelsesorgan. Det kan være et tilsynsråd, jf. SL § 5 c, men i praksis bestyrelsen.

Det anføres undertiden, at anvendelsen af tilsynsmodellen kan være attraktiv for selskaber, der er tyskejet, og som iselig er vante til den tyske opdeling mellem *Vorstand* og *Aufsichtsrat*. Som nævnt foran er der kun et meget begrænset antal danske selskaber, der har valgt at have et tilsynsråd.

Reglerne om det tyske *Aufsichtsrat* står i Aktiengesetz §§ 86-101. *Aufsichtsrat*-opgaver er detaljeret oppegnede i § 95, nr. 1-15. § 81 indeholder ligesind detaljerede pligter, hvorefter *der Vorstand* skal underrette *Aufsichtsrat* i form af en *Jahresbericht*, en *Quartalsbericht* og en *Sonderbericht* om selskabets forretningspolitik mv.

Efter § 95, stk. 5, sidste afsnit, kan det bestemmes, i vedtægterne eller af *Aufsichtsrat*, at bestemte forretninger kun kan ske med samtykke fra *Aufsichtsrat*. Denne beføjelse, på tysk *Zustimmungsvorbehalt*, modificerer i et vist omfang tilsynsrollen.

De danske regler om tilsynsrådets sammensætning og opgaver har overordnet stillestræk med det tyske system, men netop overordnet. Det vil være forkert at ifølge et tyskejet selskab måtte foštille sig, at man ved at vælge den danske tilsynsmodel har valgt det fra hjemlandet velkendte system.

Omvendt er de danske regler om tilsynsrådet relativt skeumatiske i forhold til de tyske regler om *Aufsichtsrat*. Der kan rejses en række spørgsmål, f.eks. om grænserne for og indholdet af det tilsyn, der skal og kan føres efter de danske regler. Blot eksempelvis kan man spørge, om et dansk tilsynsråd kan forbeholde sig at godkende visse forretningsmæssige beslutninger i lighed med det tyske *Zustimmungsvorbehalt*. Dette kan ikke antages. Tilsynsrådet

skal – ligesom bestyrelsen – alene påse, at opgaverne, der er opstillet i SL § 116, nr. 1-5, varetages, men § 116, nr. 4, har udeladt ordene, som nævnes i § 115, nr. 4; nog efter bestyrelsens retningslinjer. Tilsynsrådet skal ikke varetage den overordnede strategiske ledelse og sikre en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed, således som det bestemmes om bestyrelsen i SL § 115.

Det står lidt uklart, hvorledes et tilsynsråd skal forholde sig, hvis tilsynsrådet konstaterer, at de forhold, der er opstillet i § 116, nr. 1-5, ikke er varetaget på tilfredsstillende måde. Tilsynsrådet kan ikke give direktionen retningslinjer for direktionens arbejde smt. §§ 116, nr. 4, og 115, nr. 4. I den tyske model skal Aufsichtsrat indkalde til generalforsamling, jf. AktG § 95, stk. 4.

Efter selskabslovens § 93 indkaldes generalforsamlingen af det centrale ledelsesorgan, jf. SL § 5, nr. 4, dvs. bestyrelsen eller direktionen, jf. § 5, nr. 4 c. Tilsynsrådet har derimod kompetence til at indkalde til ekstraordinær generalforsamling, jf. SL § 89. Pligten til at reagere på kapitaltab efter SL § 119 påhviler ledelsen. Udtrykket ledelsen omfatter også tilsynsrådet, jf. SL § 5, nr. 19.

Som nævnt foran er der kun et meget begrænset antal af danske selskaber, der har valgt at have et tilsynsråd. Dette må anses for velgrundet, jf. også foran i kap. 2.3.

### 9.3.2. Ledelsens opgaver og pligter

Selskabsloven pålægger ledelsen specielle opgaver og pligter i en række særlige bestemmelser, jf. foran under 9.1. De generelle bestemmelser, som fastlægger bestyrelsens og direktionens pligt til at lede selskabet, er SL §§ 115 samt 117 og 118. Sævel bestyrelse som direktion har et ansvar for ledelsen af selskabet. Dette var tidligere direkte udtrykt i AL § 54. At bestemmelserne om ledelsesorganernes opgaver er delt op i flere paragraffer, ændrer ikke heri, men er alene en følge af valgfriheden mellem flere ledelsesmodeller.

Der er en indre arbejdsdeling mellem bestyrelse og direktion. Bestyrelsen skal sørge for en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed, jf. SL § 115. Hertil hører en fastlæggelse af en arbejdsfordeling mellem bestyrelse og direktion inden for de rammer, som bestemmelserne i SL § 115 samt §§ 117 og 118 angiver. Det fremgår beraf, at direktionen skal varetage *den daglige ledelse* af selskabet, hvorved den skal følge de retningslinjer og anvisninger, som bestyrelsen har givet. Bestyrelsens forretningsorden skal angive disse retningslinjer, jf. SL § 130 og foran.

Den daglige ledelse omfatter de opgaver, der er forbundet med selskabets løbende drift. Uden for den daglige ledelse falder efter § 117 dispositioner, der efter selskabets forhold er af *usædvanlig art* eller *stor betydning*. Sådanne

dispositioner skal forelægges bestyrelsen. Det er i vidt omfang overladt til selskabets praksis og bestyrelsens afgørelse at definere, hvad der i det enkelte selskab skal forstås ved disse udtryk.<sup>30</sup> Faststillingen af arbejdsdelingen, jf. afdelen U 2012.2533 H, kan naturligt gøres i bestyrelsens forretningsorden.<sup>31</sup> Det kan eksempelvis bestemmes, at dispositioner af en bestemt karakter eller over en vis beløbsgrense skal forelægges bestyrelsen.

Kravet om forelæggelse for bestyrelsen af dispositioner af usædvanlig art eller stor betydning er videreført næsten uændret fra AL 1930 § 48, stk. 2, der dog brugte ordene »usædvanlig art eller størrelse«. Kontinuiteten afspejler, at det er umuligt i koet form at angive præcise forskrifter, der kan fungere i forhold til de meget forskellige selskaber, der omfattes af selskabsloven. Lettest at præciser i en forretningsorden er forskriften om »stor betydning«, som ofte kan angives i tal. Ordene »efters kapitalsekskabets forhold« i § 117, stk. 1, angiver, at tallene kan relatere sig til forskellige variabler, eksempelvis omsetning, investering eller krediter. Vanskeligere kan det være at beskrive, hvilke dispositioner der er af usædvanlig art. Eksempler kan vælges med udgangspunkt i de pligter, som beskrives i SL § 115 om bestyrelsens opgaver. Bestyrelsen må i sine retningslinjer for direktionen sørge for, at dispositioner, der er af betydning for selskabets strategi m.v., fremlægges bestyrelsen, se herved Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 2.1.4, som anbefaler, at bestyrelsen udarbejder og tilgiver gennemgåede retningslinjer for direktionen, herunder krav til rapportering til bestyrelsen.

Sager, hvor direktøren vil være inhabil, må nødvendigvis forelægges bestyrelsen, ami. herved U 1981.973 H om et tilfælde, hvor der forelå interessekonflikt, jf. om denne dom nedenfor i afsnit 9.3.4.1.

Det fremgår af det sagte, at bestyrelsens opgaver i almindelighed har en anden karakter end direktionens. Bestyrelsen tager (del 1) de vigtige beslutninger og arbejder derudover med problemer, der går på selskabets generelle

30. Se om eksempel fra nyre praksis U 2012.2533 H, hvor Højesteret ikke fandt, at en direktør havde misligholdt sine forpligtelser ved uden bestyrelsens godkendelse at have udbetalt bonus til de ansatte i selskabet.
31. Se, fra den ældre litteratur Kohlernagel, Direktøren, 1987, p. 91, der opnogner en række typiske dispositioner, der bør forelægges bestyrelsen. Morten Schrammberg-Müller peger i ET 2013, p. 201 f., på en række indikatorer, der kan indgå i valideringen. Jørgen Boe m.fl., Direktørkområdet, 9. udg., 2020, indeholder forslag til stillingsbeskrivelse for den administrative direktør og til bestyrelsens retningslinjer for arbejdsmiljøet mellem bestyrelse og direktion – begge med eksempler på forhold til usædvanlig art eller stor betydning. Se om bestyrelsens arbejde i små og mellemstore virksomheder der konstaterende fremstilling i Carsten Fode og Mette Neville, SMV-bestyrelsen – hele vejen rundt, 2018.

økonomiske udvikling, formulering af selskabets politikker m.v. Derudover påtvinger det bestyrelsen at føre et almindeligt tilsyn med, at direktionen varetager sine opgaver.

Forretningarmessige forhold kræver hurtige beslutninger. Ikke alle beslutninger tåler opslættelse til næste bestyrelsesmøde. SL § 117, stk. 1, giver direktionen hjemmel til at disponere på egen hånd, mod efterfølgende godkendelse, hvis bestyrelsens godkendelse ikke kan afgøres uden væsentlig ulempe for selskabets virksomhed.

Ledelsens fundationale forpligtelse er at sikre selskabets økonomiske eksistens og fortsatte positive udvikling. Selskabsloven legger i §§ 115 og 116 (alene) vægt på selskabets økonomiske forhold og udvikling. Bestemmelserne kan tages til indtaegt for en shareholder value-orientering, jf. foran i kap. 2. Hensynet til selskabets øvrige interessergrupper må efter denne forståelse underordnes denne forpligtelse. SL §§ 115 og 118 udtrykker dette således, at bestyrelsen skal påse og direktionen sikre, at bogføring og formueforvaltning sker på tilfredsstillende måde. Bogføringen omfatter hele selskabets bøgholderi og regnskabssystem. Kravene i lovgivningen, dvs. bogføringsloven, lovbg. nr. 648 af 15. juni 2006 med senere ændring og den dertil knyttede bekendtgørelse, skal naturligvis følges. Men ledelsen må tillige sørge for, at der findes et sådant økonomisk registreringssystem og intern kontrol, som gør det muligt at oversikte og løbende kontrollere selskabets økonomiske udvikling. Selskabsloven markerer dette ved, at kravet om *risikostyring* og *intern kontrol* udtrykkeligt er specificeret i loven, jf. § 115, nr. 2. Bestyrelsen skal påse, dvs. føre tilsyn med, at dette krav opfyldes, ikke nødvendigvis ved en personlig gennemgang og revision af regnskaberne, men i hvert fald i form af systemkontrol. Det er en væsentlig opgave for bestyrelsen at medvirke til, at der findes en kompetent og uafhængig eksterne revision – når revision er påkrævet, jf. nedenfor i kap. 13 – men også at sikre, at den interne kontrol er i orden.<sup>32</sup> Den interne kontrol udføres i nogle – fortrinsvis større – selskaber af en selvstændig *intern revision*, i andre tilfælde yder den eksterne, dvs. generalforsamlingsvalgte, revisor ifølge aftale også bistand med økonomisystemets løbende tilrettelæggelse og kontrol. Bestyrelsens kontrol og rapporterin-

32. Kravene om bedre *risk management* øges i disse år, jf. herom bl.a. Paul Krüger Andersen i Festschrift til Niels Jul Clausen, 2013, p. 11 f. Se udførligt også Carsten Fode og Mette Neville, a.s.t. p. 299 ff. Se også Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 5 om Risikostyring. Lov om finansiel virksomhed indeholder i §§ 70 og 71 krav til de finansielle selskabers virksomhedsstyring, herunder krav om fastlæggelse af selskabets risikoprofil og risikokontrol.

gen til bestyrelsen kan som nævnt ske gennem et revisionstjulg.<sup>33</sup> Selskabet af interesse for offentligheden skal etablere et revisionsudvalg, jf. revisorlovens § 31 og nærmere nedenfor i kap. 13.

Når der forefindes et ordentligt økonomisk system, vil bestyrelsen kunne få forelagt regelmæssige regnskabsoversigter over selskabets økonomiske udvikling. Forelæggelse af perioderegnskaber for bestyrelsen er almindelig i velordnede selskaber.<sup>34</sup> Bestemmelserne i SL § 119 om kapitaltab gør det ofte påkrævet.

AL 1930 foreskrev, at direktionen straks skulle underrette bestyrelsen, så fremt selskabet kom i betalingsvanskeligheder. Bestemmelserne udgik i 1973, nærmest fordi det ansås at høre til bestyrelsens almindelige tilsynspligt at fare så aktivt tilsyn, at en sådan særlig underretning ikke skulle være nødvendig.

Nu understreger SL § 115, nr. 3, at bestyrelsen skal påsø, at den løbende modtager den formadne rapportering om kapitalselskabets finansielle situation. Denne formulering indebærer en mere generel pligt til, at bestyrelsen sikrer, at den får tilstrækkelig information om den økonomiske udvikling i selskabet. Bestyrelsen må sørge for, at der er et tilstrækkeligt rapporteringsystem, og kan altså ikke forlade sig på, at direktionen af egen drift og efter egen skam informerer bestyrelsen.

Kravet om rapportering vedrørende selskabets finansielle situation knytter sig tæt til bestemmelserne i SL § 119 om kapitaltab, som igen går på den situation, at selskabet har alvorlige vanskeligheder. SL § 115, nr. 5, pålægger bestyrelsen at »tage stilling til, om selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarlig«. Begrebet kapitalberedskab refererer ikke til tidlige kendte begreber af regnskabsmæssig eller finansiel karakter.<sup>35</sup> Bemærkningerne til loven refererer Moderniseringsbetaenkningen således, at begrebet »indikerer, at bestyrelsen skal sikre, at kapitalselskabet til enhver tid råder over de formodne likvide ressourcer«,<sup>36</sup> jf. således ordene i § 115, nr. 5, »tilstrækkelig likviditet til at opfylde kapitalselskabets nuværende og fremtidige forpligtigelser«. Bestemmelserne stiller hverken krav om, at selskabet

33. Efter revisorlovens § 31, stk. 3, nr. 3, skal revisionstjulg overvåge virksomhedens interne kontrolsystem, eventuelle interne revision og risikostyringssystemer.
34. Særlige krav om offentliggørelse af delårsrapporter gælder vedrørende statslige og børsmædte selskaber, jf. ARL § 131 og følgende og delårsrapportbekendtgørelsen, jf. om regnskabskravene også nedenfor i kap. 13. Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 1.1.3 anbefaler, at selskabet offentliggør kvartalsrapporter.
35. Jf. herved Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, p. 659 f. og 683, og Moderniseringsbetaenkningen, p. 302.
36. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 233.

skal opretholde et bestemt kapitalgrundlag (soliditet), eller om en bestemt likviditet, men bemærkningerne til bestemmelserne anfører alligevel, at nogenst (er) at tilskynde til, at der skabes og opretholdes en rimelig balance mellem kapitalselskabets kapital og dets aktiviteter. Den klart udtrykte mening med såvel kapitaltalsreglen i § 119 som med den nævnte bestemmelse i § 115, stk. 5, er at motiver bestyrelserne til aktivt at følge den økonomiske udvikling i selskabet, således at nødvendige dispositioner kan træffes i tide for at undgå tab. Kravet om, at ledelsen skal tage (særlig) hensyn til selskabets kapitalberedskab, og pligterne til at udarbejde og fulge op på budgetter, udarbejde rapporter om likviditet, pengestrømme, finansieringsforhold m.v. skal give ledelsen *early warning* om økonomiske vanskeligheder, og kapitaltalsreglerne kræver, at det *handles* på grundlag af disse advarsler. Det er klart, at pligt til at følge selskabets økonomi i særlig grad er aktuel, når selskabets økonomi er for nedadgående eller allerede dårlig. Likviditetskravet afspejler en udbredt erfaring, hvorefter manglende likviditet er den udlasende faktor bag selskabers konkurs. Hovedopgaven for selskabets ledelse er imidlertid ikke at afværge tab, at rekonstruere eller standse. Opgaven er, positivt udtrykt, at sørge for, at selskabet tjener penge og udvikler sig. Direktionen skal sørge for, at »formueforvaltningen sker på betryggende måde«, siger § 117. Direktionen skal sørge for, at dette sker, men bestyrelsen må bidrage hertil ved fornødent tilsyn med direktionens aktivitet og ved at bidrage aktivt med behandling og godkendelse af budgetter og investeringsplaner, fastlæggelse af udviklingsplaner for fremtidig aktivitet osv.

Opfyldelsen af de ovennævnte krav til bestyrelsen kræver en vis arbejdsindsats. Hvis denne skal ydes, er der grænser for, hvor mange bestyrelses- eller direktionssposte den pågældende i øvrigt kan varetage på en forsvarlig måde. Der er regelmæssigt debat om denne problemstilling, f.eks. i anledning af at visse dagblade offentliggør lister over personer, som har flest bestyrelsesposter. Lovgivningen sætter ikke bestemte grænser, men selskabsloven kræver, at der i aktieselskaber gives aktionærerne oplysning om bestyrelseskandidaters ledelseshverv i andre danske aktieselskaber bortset fra 100 % ejede datterselskaber, jf. SL § 120, stk. 3, forud for valget af de pågældende. Oplysningen skal gives på generalforsamlingen, således at generalforsamlingen både får et (bedre) grundlag for at vurdere de pågældendes forretningsmæssige kompetence og for at vurdere, om der er risiko for, at der opstår interessekonflikter, jf. om det sidste også nedenfor i punkt 9.3.4. Se også de supplerende anbefalinger i Anbefalinger for god Selskabsledelse, punkt 3.1 og 3.3.2. Bestyrelsesmedlemmers ledelseshverv skal i børsnoterede og statslige selskaber også fremgå af selskabets årsberetning, jf. ÅRL, § 107. Der er ikke tilsvarende regler vedrørende anpartsselskaber. En af de

anbefalinger i Anbefalinger for god Selskabsledelse, der har fået mest opmærksomhed, angår antallet af bestyrelsesposter (de tidligere anbefalinger havde en talmæssig begrænsning). Anbefalingerne fra 2020 punkt 3.3 siger blot, at det enkelte bestyrelsesmedlem ikke (ber) påtage sig flere hverv, end at vedkommende kan udføre bestyrelseshvervet tilfredsstillende. Det er næppe nogen, der er uenig i dette.

I erhvervsmessig henseende giver § 115 og følgende kun temmelig generelle beskrivelser af ledelsens pligter og opgaver. Navnlig beskriver bestemmelserne ikke de krav, som må stilles til en dygtig og effektiv ledelse. I juridisk henseende knytter §§ 115 og følgende samt de øvrige bestemmelser, der foreskriver pligter for ledelsen, sig til de ansvarsregler, som findes i SL. § 361 og SL. § 366 og følgende om ledelsens erstatningsretlige og strafretlige ansvar. Reglementets indhold giver grundlag for en præcisering af pligternes nedre grænser, den aktivitet, der må udfoldes for ikke at ifalde ansvar. Set på denne måde forekommer det oplagt, at lovfestelsen i SL. § 130 af krav til bestyrelsens forretningsorden og præciseringen vedrørende selskabets kapitalberedskab kan være et egnet middel til at klargøre disse grænser. En nojere beskrivelse af pligterne og ansvarsgrænserne kræver en supplerende analyse af praksis og opførsel heraf i enkeltonområder. Det henvises herom til gennemgangen nedenfor i kap. 14.

SL. § 115 ff. giver bestyrelse og direktion såvel pligt som legal kompetence til at tage beslutninger på selskabets vegne. Forskelligt herfra er spørgsmålet om ledelsens legitimation, dens adgang til at repræsentere selskabet udadtil og dens evne til at forpligte selskabet ved retshandlcer. Herom gælder de nærliggende regler i SL. §§ 135 og 136, jf. herom nedenfor under 9.3.3.

### 9.3.3. Repræsentation og tegningsret

Selskabsloven indeholder i §§ 135-137 regler om bestyrelsens og direktionens adgang til at repræsentere selskabet udadtil og forpligte det ved retshandlcer. Reglerne er en gennemførelse af EF's 1. selskabsretlige direktiv fra 1968.<sup>37</sup> Bestemmelserne er i det væsentlige en videreførelse af de hidtidige regler.

SL. § 135, stk. 1, giver ethvert medlem af bestyrelsen og direktionen adgang til at repræsentere selskabet udadtil. At et ledelsesmedlem kan repræsentere selskabet, betyder, at det kan optimale på selskabets vegne over for tredjemand. Denne repræsentationsret må omfatte alle forhold bortset fra ev-

37. Jf. her til i det hele *Jytte Thorbek, Aktionskabsorganets kompetence i EF*, 1973, p. 381 ff., og *Larsen Andersen/Schoumberg-Jøller, Tegning og holdmagt*, 2010.

nen til at forpligte selskabet ved retshandler, idet der i lovene gives særlige regler herom. Repræsentationsretten omfatter således indenrettlige forhold: Retssag kan anlægges af, udlag, arrest og andre retsakrakt begøres af og styrning forkynnes for ethvert medlem af ledelsen.<sup>38</sup>

Ei selskab forpligtes ved aftaler, som dertil legitimerede personer indgår på selskabets vegne. Selskabslovene indeholder kun regler om repræsentation i form af tegningsret og kun vedrørende bestyrelse og direktion. Retsordensens almindelige regler om fuldmagt, grunduetninger om ratifikation og forpligtelse ved passivitet gælder ved siden af selskabslovenes tegningsregler. Medlemmer af direktionen har eksempelvis en stillingsfuldmagt, jf. aftalelovens § 10, stk. 2, til inden for stillingsfuldmagtens rammer at forpligte selskabet.<sup>39</sup> Såvel medlemmer af ledelsen, som ikke måtte have tegningsret, som andre personer i eller uden for selskabet kan gives adgang til at forpligte selskabet, jf. U 2009.665 H vedrørende en adfærdsfuldmagt til en vicedirektør i selskabet og U 1975.294 Ø, som godkendte fuldmagt til en bank vedrørende påtegninger på selskabets pantebreve. En fuldmagt kan dog have et sidstnævnt indhold eller være så omfattende, at den kan stride mod selskabslovenes regulering af tegningsreglerne, jf. herved U 1966.888 og U 1984.852 V samt U 1985.661 V. De to sidstnævnte domme angik dispositioner i henhold til en generalfuldmagt. Den sidstnævnte, men ikke den førstnævnte dom, anså generalfuldmagten for ugyldig. Disse domme er vanskelige at forene.<sup>40</sup>

Det centrale ledelsesorgan kan meddele *procura*, jf. SL § 135, stk. 5. En prokurists fuldmagt er bestemt af reglen i loven om visse erhvervsdrivende virksomheder § 7. En prokurist kan efter den nævnte bestemmelse kun forpligte selskabet inden for, hvad der hører til selskabets drift, og kun efter udtrykkelig bemyndigelse afhængende eller behæftet selskabets faste ejendomme, jf. således U 1994.319 V.<sup>41</sup> Se også tinglysningsdommene U 1961.450 Ø, U 1966.480 V og U 1988.88 Ø.

Procura kan tildeles en funktionær i selskabet eller en direktør, som ikke har tegningsret, jf. nedenfor. En direktør har i øvrigt i kraft af sin stilling i sel-

38. Jf. herved *Jytte Thorbek* i TIR 1974 p. 444.
39. Jf. herved *Werlauff* i U 2017B, p. 267 f. om forholdet mellem stillingsfuldmagt og tegningsret.
40. Jf. herved *Jens Peter Fabricius* i Adv. 1992 p. 33 f., *Lynge Andersen/Schaumburg-Müller*, Tegning og fuldmagt, 2010, og *Schaumburg-Müller/Werlauff*, Selskabsloven 3. udg. 2020, p. 819 f. Sml. også *Jan Schans Christensen*, Kommentar p. 403 f., som anser dommen i U 1984.852 V for »betenklig«.
41. Jf. om procura nærmere *Lynge Andersen/Schaumburg-Müller*, Tegning og fuldmagt, 2010, p. 101 f., sml. *Jan Schans Christensen*, Kommentar, p. 405, med en (mere) restriktiv opfattelse af en prokuras rækkevidde.

skabet fuldmagt (stillingifuldmagt) til at foretage sædvanlige dispositioner, jf. afgrensningen i SL § 117, sml. herved U 1964.1103 og U 1937.198 Ø. Førskellen mellem en tegningsret og en prokura eller anden form for fuldmagt beror på fuldmagtens omfang: Tegningsret giver adgang til at forpligte selskabet i enhver henseende, hvor selskabet overhovedet kan forpligtes.<sup>42</sup> Prokura og anden form for fuldmagt har derimod et afgrenset indhold, som beror på en særlig fuldmagtsklæring, indehavelse af en stilling osv.

Forudsætningen for, at selskabet bindes, er eller almindelige fuldmagsregler,<sup>43</sup> at den handlende har indgået aftalen i selskabets navn. En lang række nyere domme har beskæftiget sig med tilfælde, hvor der har været tvist om, hvorvidt et selskab eller den, der indgik forpligtelsen, hæftede. (Kun) hvis det er tilkendegivet over for medkontrahenten, at aftalen indgås for selskabet, eller dene dog efter de konkrete omstændigheder bør stå medkontrahenten klart, hæftes selskabet. I så tilfælde kræves en særlig indstehelse eller garanti, for at den handlende personligt skal hæfte, jf. herved U 1972.500 H, U 1972.516 H og U 1975.461 V. Kan løftegiveren ikke godtgøre, at forpligtelsen er indgået for selskabet, hæftes han personligt. Efter omstændigheden, således hvis selskabet kendeligt for løftegiveren stod på svage fedder, eller hvis selskabet kun under visse betingelser kan betale, har løftegiveren særlig anledning til at præcise, at det er selskabet, der er kontraktsparten, jf. således U 1974.129 H og U 1976.909 H, hvor der i begge tilfælde blev statueret personligt ansvar. Se foruden de nævnte domme også dommene 1968.247 H, U 1973.280 H, U 1974.129 H, U 1976.907 H, U 1977.116 H, U 1981.104 H, U 1981.277 H, U 1982.56 H, U 1982.84 H, U 1983.478 Ø, U 1984.496 H, U 1985.953 V, U 1988.842 H, U 1991.235 V, U 1992.69 H og U 1995.156 H.<sup>44</sup>

Tegningsretten indeholder som nævnt en almindelig adgang til at forpligte selskabet. Begrensninger heri kan ikke registreres, jf. SL § 135, stk. 3. Tegningsretten omfang er dog undergivet visse begrænsninger:

Efter SL § 136, stk. 1, nr. 1, forpligtes selskabet ikke, hvis de tegningsberettigede har handlet i strid med de begrænsninger i deres beføjelse, som er fastsat i selskabstoven, fordi de pågældende dispositioner er forbudt (f.eks. kapitalejerlån efter den tidligere SL § 210), eller kompetensen til at træffe beslutningen er tildelt andre (generalforsamlingsbeslutninger om kapital-

42. Jf. herved *Gomord*, Aktieselskabets ret, 1970, p. 293 f.

43. Jf. *Ussing*, Aftaler p. 280 f., 281 og bl.a. *Lennart Lynge Andersen og Palle Bo Madsen*, Aftaler og Medlemmandt, 7. udg., 2017, p. 281 f. og *Mads Bryde Andersen*, Grundlæggende aftaloret, 3. udg., 2008, p. 335 f. og 454 f.

44. Jf. herved *Bo Asmussen* i *BR* 1982 p. 112 f. om personlig hæftelse for selskabets gæld.

ændringer, vedtægtsændringer, likvidation osv.). Selskabets vedtægter kan indeholde bestemmelser, der begrænser ledelsens adgang til at disponere, og som foreskriver bestyrelsесgodkendelse eller generalforsamlingsgodkendelse. Sådanne vedtægtsbestemmelser begrænser ikke tegningsretten. Tredjemand kan gå ud fra, at beslutningen er i orden uden at forlange særligt bevis herfor.<sup>43</sup> Retshandelen er bindende for selskabet, medmindre tredjemand var i ond tro med hensyn til den manglende bemyndigelse. Bliver selskabet ikke bundet, kan den, der handler, blive erstatningsansvarlig efter reglen i aftalelovens § 25, jf. således U 2007.1713 Ø.

Kun vedtægtsbestemmelserne om selskabets formål kan gøres gældende over for tredjemand, jf. SL § 136, stk. 1, nr. 2, og kun såfremt selskabet godtgør, at tredjemand vidste eller burde vide, at retshandelen faldt uden for selskabets formål. Bekendtgørelsen af formålet i Erhvervstyrelsens IT-system er i så henseende ikke i sig selv tilstrækkeligt bevis, jf. § SL 136, stk. 2. Tredjemandens kendskab til formålet må gå både på selve formålsbestemmelserne og på, at den konkrete disposition ikke kan tjene dette formål. Navnlig det sidste er sjældent oplagt. Den nuværende formulering af § 136, stk. 1, nr. 2, anvender det velkendte udtryk for ond tro »vidste eller burde vide» i stedet for det hidtidige udtryk »ikke kunne være den pågældende ubekendte». Den nærmere afgrensing er overladt til domstolene.<sup>44</sup> Der har ikke efter bestemmelsernes vedtagelse foreligget domme herom, jf. derimod om tiden for ændringen U 1970.795 H om en direktørs overdragelse af hele produktionsapparatet til et nystiftet K/S (Boss).<sup>45</sup> Dommens resultat ville formentlig også følge af de nu gældende bestemmelser.

SL § 136, stk. 1, nr. 1 og 2, går ikke op mod de situationer, hvor en aftale bliver uforbindende for selskabet, uanset at den er indgået af en tegningsberettiget. § 136, stk. 1, nr. 3, præciserer, at almindelige ugyldighedsregler, navnlig aftalelovens § 33, kan supplere selskabslovenes bestemmelser.<sup>46</sup> Hvis således den tegningsberettigede overskrider sin bemyndigelse eller væsentligt

45. Se om bestemmelsernes forhold til den såkaldte *ultra vires*-doktrin *Werlauff* i TIR 1995 p. 780 f. Jf. også *Lynge Andersen og Schaumburg-Müller*, Tegning og fuldmagt, p. 82 f.
46. Gomard, Aktieselskaber og anpartsselskaber, 5. udg., 2006, p. 269, antog, at begrebet i den tidligere aktieselskabslov kunne udvides ad modum aftalelovens § 33 »må antages at have været vidende«. Forarbejderne til selskabslovens regel henviser blot kort til aftalerettens regler.
47. Jf. om dommen *Spleth* i Jur. 1970 p. 492 f. og Jur. 1971 p. 143.
48. Moderniseringsbetænkningen p. 347. Se også Christen Boje Jacobsen, The Relationship between Article 9 of the 1<sup>st</sup> Company Law Directive and the Grounds for Annulment under General Contract Law i The Regulation of Companies, 2003, p. 287 f.

tildesætter selskabets interesse i en situation, hvor lofotmodtageren ikke eller burde inde, at aftalen havde denne karakter, er selskabet ikke bunder. Efter omstændighederne bør medkontrahenten krive særligt forsikring om, at aftalen er godkendt af bestyrelse eller generalforsamling, jf. herved fra lovændringen U 1970.96 H om ugyldighed af en kautionsforpligtelse på grund af de underskrivendes inhabilitet.<sup>49</sup> Inabilitet medfører ikke automatiske ugyldighed. Sml. herved U 1978.760 Ø og U 2010.80 V vedrørende tinglysning af et skade, jf. også forholdene i U 1973.417 H omtalt nedenfor under 9.3.4.1.

Ikke alle medlemmer af ledelsen behøver at have tegningsret. Efter SL § 135, stk. 2, gælder som deklaratorisk regel, at ethvert medlem af ledelsen har tegningsret. Ved anmeldelse til Erhvervstyrelsen kan tegningsretten begrænses enten således, at tegningsretten kun kan udeles af *flere medlemmer i forening* eller af *et eller flere bestemte medlemmer*, dvs. nævnt ved navn eller funktion, hver for sig eller i forening. Den samlede bestyrelse har altid tegningsret. Erhvervstyrelsen har lavet en vejledning om tegningsregler for aktie- og anpartsselskaber. Vejledningen kan ses på styrelsens hjemmeside.

Dokumentation for, at den, der handler på selskabets vegne, er tegningsberettiget, sker sædvanligvis ved forevisning af en ikke for gammel udskrift af Erhvervstyrelsens register over selskaber – en tegningsudskrift, jf. også U 1995.301 V (udskrift ved brug af Styrelsens Publi-com online-system). Efter omstændighederne kan det være nødvendigt at supplere med dokumentation for, at den pågældende er medlem af ledelsen, jf. herved U 1985.960 V (generalforsamlingsprotokollat).

Selskabet ledes og forvaltes af bestyrelse og direktion. Det er derfor kun disse to organer, der har tegningsret. Medlemmer af et eventuelt tilsynsråd har ikke tegningsret, jf. SL § 135, stk. 2. Efter § 135, stk. 4, kan tilsynsrådet dog repræsentere selskabet, hvis der anlægges sag mod en direktør, eller hvis en direktør anlægger sag mod selskabet, samt i situationer, hvor direktionens medlemmer er inhabile eller af andre grunde ikke kan repræsentere selskabet.

### 9.3.4. Interessekonflikter mellem ledelse og selskab:

#### Ledelsens loyalitetspligt

Direktionen, bestyrelsen og et eventuelt tilsynsråd er ansat henholdsvis valgt til at varetage selskabets interesser bedst muligt. Ledelsen må, hvor konflikter mellem selskabets interesser og ledelsens egne opstår, lade selskabets interesser gå forud. Ledelsen må ikke udnytte sin position i selskabet til at skaffe sig

49. Jf. herved bl.a. Jan Schau Christensen, Kommentar p. 405.

fordelte på selskabets eller aktionærernes bekostning eller i det hele varetage interesser, der er selskabet fremmed. Ledelsen har med andre ord en *loyalskabspflicht overfor selskabet*.<sup>50</sup> Disse almindelige principper følger af ledelsens pligt til at lede selskabet forsvarligt, jf. SL § 115-117, og finder nævnlig også udtryk i SL § 127, som er en generalklausul på ledelsesplan – som en pendant til generalklausulen i SL § 108, jf. om denne nedenfor i kap. 12.4. Se som eksempel på anvendelse af SL § 127, stk. 1, U 2020.3147 H om pantsætningsafstale til fordel for et sesterselskab og direktør.

Corporate governance-debatten har i høj grad fokus på mulighederne for interessekonflikter mellem ledelse og aktionærer, jf. foran i kap. 2.1.2. Diskussionen identificerer en række tilfældegrupper, hvor interessekonflikter typisk forekommer, og peger på metoder til at håndtere disse situationer, jf. nærmere i det følgende.

Muligheden for, at der kan opstå interessekonflikter, er i høj grad til stede. Nogle eksempler: Efter dansk opfattelse er der intet til hinder for, at ledelsen personligt indgår kontrakter med det selskab, hvori de udgør ledelsen (selvkontrahering). Sådanne forhold er tilmeld almindeligt forekommende. Kontrakter kan også indgås med andre personer eller selskaber, hvori ledelsen har interesse. I begge tilfælde er der en interessekonflikt.

Videre er ledelsen ofte tillige aktionærer eller anpartshavere i selskabet. Som aktionærer eller anpartshavere kan de pågældende have særlige interesser, som ikke falder sammen med selskabets. Rollerne må imidlertid holdes adskilt. Kapitalejernes indflydelse skal udøves på generalforsamlingen, hvor kapitalejerne i videre omfang kan varetage personlige interesser med skyldig respekt af minoritetsrettigheder. Den forskellige rolle som ledelse og kapital ejer finder bl.a. udtryk i en forskellig udformning af reglerne om inhabilitet, jf. straks nedenfor, og af reglerne om ledelsens og kapitalejernes erstatningsretlige ansvar, jf. senere i kapitel 14. Afgives der et fjendtligt tilbud på selskabets aktier, står ledelsen i en svær situation, hvor den kan have et kraftigt incitament til at varetage egne interesser. Se herom nedenfor i kap. 16.8.3.

50. Jf. herved også den engelsk-amerikanske sondring mellem ledelsens *duty of care* og *duty of loyalty*, jf. herom f.eks. Cox, Hazen, O'Neal, Corporations, 2003, chapter 10, Clark, Corporate Law, 1986, p. 123 f., 141 f., og Bainbridge Corporate Law, third ed. 2015, p. 157 f. Mens der i ansvarsmæssig henseende ikke bør stilles alt for vidtgående krav til forretningsmæssig dygtighed, bør – og kan – kravet om loyalitet håndhæves strengt, jf. herved om engelsk ret Gower/Davies, Principles of Modern Company Law, 10<sup>th</sup> ed. 2016, p. 525 f., og vedrørende amerikansk ret Cox, Hazen, O'Neal, p. 611 ff. Se endvidere den komparative analyse i Rolf Dotewall, Bolagsledningens skadestindsansvar, 2008, og samme Aktiebolagsrätt, 2015, p. 281, samt Kristin Normann Astrum, Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, 1994, p. 307 f.

Selskabsloven indeholder regler, som omfatter en række typisk forekommende situationer, hvor interessekonflikter forekommer. Dette gælder reglerne om *inabilitet* i SL § 131, reglerne om *spekulation* m.v. (*insider handel*) med selskabets kapitalandele, jf. SL § 113, og reglerne om *økonomisk bistand til kapital ejere* m.v., jf. SL § 206 og følgende. Også reglerne om *anslædelspligt* i SL § 132 kan nævnes i denne forbindelse. Selskabslovens bestemmelser suppleres bl.a. af de borsretlige regler i kapitalmarkedsloven og markedsmisbrugsforordningen om insiderhandel og overtagelsestilbud og om oplysningspligten vedrørende ledende medarbejdernes aktiehandel. Det ændrede aktionærrettighedsdirektiv og implementeringsloven i 2019 kræver, at væsentlige transaktioner mellem selskabet og dets nærtstående parter godkendes af generalforsamlingen, inden transaktionen gennemføres. Selskabet skal tillige offentliggøre en selskabsmeddelelse om visse væsentlige transaktioner med nærtstående parter. Reglen gælder kun for børsnoterede selskaber. Reglerne står i SL § 139 d. Se om reglerne nærmere nedenfor i kap. 12.

Tilfælde kan naturligvis forekomme, som er udtryk for misbrug af ledelsens position i selskabet, uden at de kan opfanges af de nævnte regler. Bortset fra egentlig strafbare handlinger, som kan imødegås efter reglerne i straffelovens kapitel 28 om berigelsesforbrydelser (bedrageri, mandatsvig m.v.), kan misbrug berettige til ophævelse af direktionens ansættelsesforhold på grund af misligholdelse, henholdsvis afsættelse af det pågældende bestyrelsesmedlem, smt. f.eks. U 1956.1122 Ø og den nedenfor nævnte U 1966.575 H. Hvis betingelserne herfor er opfyldt, kan ledelsen endvidere ifalde erstatningsansvar over for selskabet eller tredjemand, jf. nedenfor i kapitel 14.

I den engelske Companies Act sec. 159 findes en generel regel om directors' »duty to avoid conflicts of interest«. Bestemmelsens indledende proklamation, hvorefter »A director of a company must avoid a situation in which he has, or can have, a direct or indirect interest that conflicts, or possibly may conflict, with the interest of the company«, er også relevant for dansk selskabsret. Både dette budskab og de efterfølgende budskaber i Companies Act sec. 160 om »duty not to accept benefits from third parties« og sec. 161 om »duty to declare interest (to the other directors) in proposed transaction or arrangement« vil i Danmark kunne udledes af ledelsens generelle loyalitetspligt.

#### 9.3.4.1. Inabilitet

SL § 131 beskriver de tilfælde, hvor medlemmer af selskabsledelsen skal betragtes som *inabile*. Bestemmelsen viderefører den tidligere regel i AL § 58. Reglerne om *inabilitet* er de samme for direktører og bestyrelsesmedlemmer samt medlemmer af et eventuelt tilsynsråd.

**Ikke alle tilfælde, hvor et ledelsesmedlem måtte have en personlig interesse i en beslutning, bevirker inhabilitet.** Inhabilitetsreglen i SL § 131 har en aftalelse, som søger at præcisere inhabilitetstilfældene<sup>51</sup> med udgangspunkt i overvejelser om en selskabsledelses funktion og forpligtelser. Afgrænsningen af inhabilitetstilfældene beror på en fortolkning af § 131 med den formulering, som er resultatet af disse overvejelser. Det følger heraf, at der næppe er plads til at supplere § 131 ud fra generelle grundætninger om inhabilitet, jf. herved også nedenfor om U 1966.739 V vedrørende forholdet mellem § 131 og § 86, vedrørende kapitalejeres habilitet.<sup>52</sup>

Efter SL § 131 må et ledelsesmedlem ikke deltage i behandlingen af spørgsmål om *aftaler* mellem selskabet og ham selv og om *søgsmål mod ham selv* eller om aftale mellem selskabet og tredjemand eller *søgsmål mod tredjemand*, hvis han deri har en væsentlig interesse, der kan være stridende med selskabets. De to sidstnævnte betingelser, at der er en »væsentlig interesse«, der »kan være stridende«, refererer sig alene til aftaler med eller søgsmål mod tredjemand. I forhold til ledelsesmedlemmet selv vil der i de nævnte tilfælde (ved aftaler og søgsmål) altid foreligger en interessekonflikt, der vil bevirke inhabilitet, se således U 1978.760 Ø om tinglysning af et skade til en direktør med frist til at dokumentere, at overdragelsen var trådt af et andet selskabsorgan.<sup>53</sup> »Tredjemande« kan være personer, med hvem der foreligger et slægts- eller venskabsforhold, eller selskaber, hvori ledelsesmedlemmet har interesser, uden at disse er så betydelige, at der ligefrem kan statueres identitet mellem det pågældende selskab og ledelsesmedlemmet.

At der må være tale om »spørgsmål om aftaler«, betyder, at ikke enhver disposition eller beslutning, som kan få personlig eller økonomisk betydning for den pågældende, kan bevirke inhabilitet. Der må være tale om en disposition, som går ud på indgåelse, forandring eller ophør af en aftale med selskabet, eller i hvert fald får en umiddelbar betydning herfor, smt. herved U 1966.575 HL.<sup>54</sup> Et bestyrelsesmedlem kan derfor stemme på sig selv ved valg af bestyrelsesformand, ligesom han kan deltage i beslutninger om selskabets forhold, som det påhviler bestyrelsen at træffe eller medvirke til, så-

51. Sm. herved de senere mere almene formuleringer i de norske aktieselskabsloves § 6-27. Se om disse regler *Aarbøkke m.fl.*, Aksjeloven, 4. utg., 2017, p. 544 f., 1126 f.

52. Sm. herved *Sofstrud*, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999, p. 359 f. og 361.

53. Se om dommen *Bo Vesterdorf* i Fuldmægtigen 1978 p. 106 f.

54. Jf. om de tilsvarende svenske bestemmelser i ABL 8 kap., 23 og 37 §. Bl.a. *Rolf Dovell*, Aktiebolagsrätt, 2015, p. 292 f., 294 f. Om medarbejderrepræsentanters habilitet se nedenfor i kap. 10.

som kapitalændringer og indstilling til generalforsamlingen om udbetaling af udbytte, selv om han som aktionær har personlig interesse i beslutningen.

»Sagsmål« anses efter en analogi at omfatte andre retsskridt end sagsanlæg, således indgivelse af konkursbegæring, jf. U 1938.99 H (TFR 1938.344), anlæggelse af voldgiftssag eller indgivelse af klager ved administrative myndigheder.

Medlemmet må ikke »deltage i behandlingen« af vedkommende spørgsmål. Han må således hverken stemme eller deltag i den forudgående drøftelse af sagen på bestyrelsесmadet.<sup>55</sup> Hvis der er tale om sagsmål i den nærværende betydning, kan han således hverken deltag i en endelig beslutning herom eller i en forudgående behandling. Hvis medlemmet er aftalepartner, kan han derimod optræde som selskabets medkontrahent og herunder også fremstille sagen på et forberedende møde, og de øvrige medlemmer af ledelsen kan også generelt bede medlemmet om en redegørelse om det pågældende emne, f.eks. i et notat eller i øvrigt uden for mødet.

Aftaler mellem direktøren og selskabet må altid forelægges bestyrelsen til godkendelse. Det samme gælder aftaler med tredjemand, hvori direktøren har en væsentlig interesse, der kan stride mod selskabets, sm. herved forholdet i U 1981.973 H, Rode Vejrmølle, hvor Højesteret udtalte, at »det havde været rigtigst, at P (direktøren) i højere grad havde holdt bestyrelsen orienteret om prisned sættelser ved salg af produkter til et selskab, som P ejede. Sm. de ovenfor citerede bestemmelser fra den engelske Companies Act. Af Højeste-

55. Lovbemærkningerne til § 131 anfører kort, at ledelsesmedlemmet er afskåret fra overhovedet at deltag i behandlingen og at dette »omfatter hele sagens behandling». Sm. herved Gonard, Aktieselskaber og anpartsselskaber, 5. udg., p. 276, som fortolker den tidligere AL § 58 således, at medlemmet kan deltag »i en foreløbig drøftelse«. Herimod Lynge Andersen i Juridisk Institut (HHK) Julebog 1996 p. 23 f., Boje Jacobsen m.fl., Bank- og Sparekasseloven, 1995, p. 163, og Werlauff, Kommenterede Aktieselskabslov, p. 330, samt kendelse af 11. februar 1997 fra Erhvervsministeriets Erhvervsankenkøyo, Årshæftningen, 1997, p. 52, som korrekt overførte aktieselskabslovens regel på ledelsen i en sparekasse. Se også Jon Schous Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 513, jf. samme, Kommentar, p. 383. Se om tiden efter selskabsloven Gonard/Schäumburg-Müller, Kapitalselskaber, p. 383, hvor det anføres, at den pågældende kan være til stede (forfatterens fremhævelse). Schäumburg-Müller/Werlauff, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 791, der afskærer både afstemning og forudgående drøftelse. Pris Hansen og Krenschel, Kapitalselskaber, 3. udg., 2019, p. 601, der anfører, at det med SL § 131 »endelig (er) slært fast, at bestemmelser om inhabilitet omfatter hele sagens behandling«. Disse forfattere anfører, at mødet kan suspenderes, således at de inhabile kan afgive supplerende oplysninger, hvorefter mødet genoptages.

rets udtalelse følger, at direktøren uden forelæggelse kan foretage samhandel med selskabet på selskabets almindelige vilkår.

Inabilitetsreglerne i selskabsloven har til formål at hindre forfølgelse af selskabets minoriteter. I et enmandsselskab er inabilitetsreglerne ikke anvendelige, for så vidt ledelse og ejerkreds er sammenfaldende.<sup>56</sup> Dette forhold har naturligvis særlig betydning for anpartsselskaber med en enejer, hvor der i medfør af SL § 111, stk. 1, nr. 2, ikke er valgt bestyrelse.

Er et eller flere bestyrelsensmedlemmer inhabile, må sagen afgøres af de øvrige bestyrelsensmedlemmer, sml. herved U 1938.99 H (TFR 1938.334). Er bestyrelsen herefter ikke beslutningsdygtig, jf. § 124, eller er alle bestyrelsensmedlemmer inhabile, må sagen afgøres af generalforsamlingen.<sup>57</sup> Vedtag til bestyrelsen må således altid fastsættes af generalforsamlingen.

At en sag indbringes for generalforsamlingen, indebærer et forumskifte. Om sagers behandling på generalforsamlingen gælder et andet regelsæt end vedrørende ledelsens beslutninger. Kapitalejernes stilling er en anden end selskabsledelsens, jf. ovenfor. En af konsekvenserne heraf er, at den inabilitetsregel, der gælder for kapitalejerne i SL § 86, kun omfatter afstemninger om afgørelser mod kapitalejeren selv eller visse tredjemænd. Selv om ledelse og kapitalejere udgøres af samme personkreds, vil ledere, der er inhabile på ledelsesplanet, kunne deltage i generalforsamlingens beslutninger i egenskab af kapitalejere, jf. herved U 1921.283 H og navnlig U 1966.739 V. Deltagelse i afstemningen på generalforsamlingen kan naturligvis være udtryk for et misbrug af indflydelse i selskabet. Om dette er tilfældet, beror imidlertid på en

56. Jf. således også *Kommentaren*, p. 314, vedr. AL § 67, stk. 4.

57. *Jan Schans Christensen* omtaler det nært tilfælde, hvor bestyrelsen har pligt til at udtale sig om et overtagesstilbud, takeoverbekendtgørelsens § 14. Hvis tilbuddet gives af selskabets hovedaktionær, som har valgt bestyrelsen, har bestyrelsen vanskeligt ved at afgive en fair vurdering, og det har ikke mening at henvise sagen til generalforsamlingen. Der foreligger ikke inabilitet efter ordene i § 131 (ikke en aftale mellem budgiveren og selskabet), men bestyrelsen i selskaber med en hovedaktionær bør i alle tilfælde være særlig opmærksom på, at de øvrige aktionærers interesse varetages på lige fod med hovedaktionærrens. En løsning kan være at få en »fairness opinion« udfra og fremlägge den som bestyrelsens udtalelse eller, hvis der er uafhængige medlemmer af bestyrelsen, lade den pågældende udtalelse udfordres af disse. Sml. herved *Jan Schans Christensen*, *Kapitalsekskaber*, 5. udg., 2017, p. 514. Se om problemstillingen også *Andreas Hallas Pedersen* artikel »Om bestyrelsesredegørelser og interesekonflikter«, NTS 2005: 4 p. 74 f., *Rebecca Kramer* i NTS 2005:20 p. 109 f. og samme i NTS 2012:3/4 p. 103 f. Se også den omfattende analyse af de redegørelser, der er afgivet i perioden 1999-2015 hos *Jarl Philip Øster* i NTS 2015:4 p. 50 f. og specielt om interesekonflikter p. 64 ff.

knokret vurdering af beslutningens nærmere indhold efter reglerne om mængdesbeskyttelse. Det er ikke på forhånd givet, at en beslutning efter disse regler kan anses for ugyldig, selv om inhabilitet klart ville forelægge på bestyrelsesplan, jf. sildedes U 1966.739 V.<sup>58</sup>

Relevirkingen af ledelsesmedlemmers inhabilitet er, at den pågældende beslutning er ugyldig i forhold til selskabet, såfremt beslutningen er truffet af en inhabil direktør eller af et bestyrelsesflertal opnået ved hjælp af inhabilitetstid bindende, hvis der er disponeret af de dertil legitimerede personer, jf. herved Boss-sagerne U 1970.96 H<sup>59</sup> samt U 1973.417 H. Den sidstnævnte dom tillagde en advokat, der skulle yde bistand i forbindelse med et lånearrangements gennemførelse, status som fuldmægtig for medkontrahenten. I stedet for at opnå enighed om en overensstemmelse med almindelige fuldmagtsregler blev fuldmægtigens forståelse af situationen afgørende for medkontrahentens mulighed for at få holde en sikkerhedsstillelse i et ejerpantebrev. Medkontrahenten var derfor i ønd tro og måtte udlevere ejerpantebrevet, jf. TL § 27.

Inabilitetsreglen kan ikke anses for omfattet af den objektive begrensning i ledelsens legitimation efter SL § 136, stk. 1, nr. 1 (øde begrænsninger – som er fastsat i denne lova). En medkontrahent har normalt ingen mulighed for at opdage eller vurdere, om der skulle forelægge inhabilitet. Der kan dog forelægge sådanne objektive forhold, at de må tages i betragtning, jf. herved også U 1978.760 G, hvor tinglysningsdommeren kunne påse, at der ikke forelægde inhabilitet i forbindelse med anmeldelse af et skade fra selskabet til dets direktør, men sammenlign herved J.U. 1998.262 V om tinglysing af et skade til et selskab. Skadet kunne underskrives af de samme personer, der var tegningsberettigede i begge selskaber. Tinglysningsdommeren havde forlangt en generalforsamlingskendelse. Afgørelsen afspejler en forskellig bedømmelse af forholdet i en koncern og imellem selskabet og en direktør, jf. også nedenfor i kap. 15.

Inabilitetsreglerne i SL § 131 er nævnt blandt de strafbelagte bestemmelser i SL § 367. I grovere tilfælde kan straffelovens bestemmelser om bedrageri (§ 279) og mandatsvig (§ 280) komme på tale. Hvis selskabet lider tab ved de pågældende dispositioner, kommer de almindelige erstatningsregler i SL § 361 til anvendelse, jf. herved U 1981.973 H og nedenfor i kap. 14.

58. Sæl. herved Jørn Schou Christensen, Kommentar, 2012, p. 290.

59. *JE om dommen Herheyk i Jur. 1970 p. 441 f. og Jur. 1971 p. 139 f.* og dertil *Splids i Jur. 1970 p. 491 ff. og Jur. 1971 p. 143 f.* samt *Boss-bezænkningen nr. 690/1973 p. 129 f. og 135.*

inabilitetsbestemmelserne hørte til blandt de regler, der var »formelt bort i afdelingsbestemmelserne. Nu er reglerne ens for alle kapitalselskaber, således at tidligere usikkerhed om retsstillingen i afdelingsbestemmelserne er elimineret. Visse særlige betragninger kan anføres med henbrygning til medarbejdervalg og bestyrelsesmedlemmers inhabilitet, se herom nedenfor i kap. 10.

Bestemmelsen i lov om finansiel virksomhed § 76 svaret til SL § 131, men lovens §§ 77 og 78 indeholder detaljerede regler, der sigter på at undgå interesserkonflikter, eksempelvis vedrørende et bestyrelsesmedlem eller en direktions eksponering mod eller sikkerhedsstillelse fra en finansiel virksomhed. Jf. § 78, stk. 1, nr. 1.

#### *9.3.4.2. Spekulation med selskabets aktier – insiderhandel og kursmanipulation*

Ledelsesretten og kendskabet til selskabets interne forhold indebærer løbent muligheder for misbrug til ledelsens egen fordel i forbindelse med handel med aktier i selskabet. Der er behov for et værn imod, at ledelsen udnytter sin stilling i selskabet til at påvirke aktiekursen til egen fordel, og imod at den på uuthårlig måde udnytter sin interne viden i forbindelse med køb og salg af aktier i selskabet (insiderhandel).

Selskabsloven indeholder ikke forbud mod, at ledelsen køber og sælger aktier eller anparter i selskabet. Det er tværtimod almindeligt og ofte ønskeligt, at ledelsen også har ejerinteresser i selskabet (reduktion af principal-agent-problemer). Allerede ved revisionen af fondsbersloven i 1986 blev der for de borsnoterede selskabers vedkommende indsat en generel bestemmelse i fondsbersloven, der havde til formål at modvirke insiderhandel. Disse regler blev videreført og præciseret i værdipapirhandelsloven på basis af Borsudvalgets betænkning fra 1991.<sup>60</sup>

Hæggrunden for regler om insiderhandel er de bestrebelser, der udfoldes for at sikre, at aktiehandelen på Børsen foregår på fair og lige vilkår. Bestemmelserne om insiderhandel må i så henseende ses i sammenhæng med den række af bestemmelser i borsreglerne, som kræver øget åbenhed om selskabernes forhold. Omvendt virker kravene om åbenhed præventivt i forhold til mulighederne for at foretage insiderhandel.<sup>61</sup>

60. Betænkning 1216/1991; Insiderhandel.

61. Se om oplysningspligtelser, insiderhandel og kursmanipulation nærmere Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Beretningen, 6. udg., 2019, kapitlene 7 og 9, samt i det hele Jesper Lau Hansen, Informationsmisbrug, 2001, samt Schramberg-Müller/Werlauff, Børs- og Kapitalmarkedsret, 6. udg., 2019.

Reglerne om insiderhandel og kursmanipulation blev ændret og udvidet i 2005 som følge af implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet 2003/6 (MAR) med virkning fra 3. juli 2006. Forordningen gælder umiddelbart i Danmark. Som en konsekvens blev bl.a. de hidtidige regler i værdipapirhandelslovens kap. 10 ophævet.

Børsen og Finanstilsynet fører løbende kontrol med, om der sker insiderhandel. Kontrollen sker bl.a. ved, at Børsen og Finanstilsynet systematisk overvåger kursudvikling og omsætning af de respektive aktier. Bestemmelserne om insiderhandel var i de første år ikke en succes i den forstand, at der på grundlag heraf blev afdæret og dokumenteret tilfælde, hvor reglerne er overtredt. Skant Børsen og Finanstilsynet undersøgte en række sagter, hvor der var mistanke om insiderhandel, varede det nogen tid, inden en sag førte til fældende dom. I U 1995.905 H (Silicon) blev et børsnoteret selskabs økonomichef idømt straf for forstellig overtredelse af fondsbørslovens § 39 a, stk. 1 (nu MAR artikel 14) ved at sælge en aktiepost i selskabet med kendskab til, at selskabet havde lidt betydelige tab på valutaforretninger.<sup>62</sup> Senere har Højesteret i U 1997.1504 idømt ubetinget fængselsstraf for køb af put-optionser i ISS på et tidspunkt, hvor den pågældende havde intern viden om tab i ISS' amerikanske datterselskab. Tilsvarende er et bestyrelsesmedlem idømt ubetinget fængselsstraf i den såkaldte Obel-sag, U 1999.513 Ø, for køb af aktier i selskabet, selv om han som bestyrelsesmedlem vidste, at dette selskab ville tilbyde at købe aktierne.<sup>63</sup> I en utrykt dom fra retten i Aalborg af 6. november 2000 (TJC Development) blev en regnskabsmedarbejder straffet med 60 dages fængsel, der gjordes betinget af særlige grunde. Ved Vestre Landsrets dom i U 2001.673 (Martin-gruppen) blev straffen 6 mineders fængsel.

Der blev skabt en vis usikkerhed om insiderforbuddets rekkevidde ved den meget omtalte Midtbank-sag U 2005.984 H, hvor Højesteret frifandt medlemmer af Midtbunkledelsen, selv om de havde ladet banken udgive

62. Jf. nærmere om dommen i U 1995.905 H *Nis Jul Clasen* i U 1995B, p. 466 samt Ni<sup>s</sup> Jul Clasen, Frank Petersen og Frank Thinggaard, *Valutaskring og insiderhandel*, 1996.
63. Sagen blev afgjort efter dansk rrt, selv om den titalte boede i udlandet, og købet var sket gennem en schweizisk bank, jf. om de danske bestreglers internationale rekkevidde foran i kap. 4 samt Paul Krøger Andersen, Nis Jul Clasen, Jesper Lau Hansen, *Børseetten*, 6. udg., 2019, p. 644.

enige aktier på et tidspunkt, hvor det måtte stå klart, at der ville fremkomme et overtrædeligt tilbrud.<sup>64</sup>

Se om andre domme vedrørende de hidtidige insiderregler de i note 61 nævnte værker. Reglerne i MAR viderefører i al væsentlighed de tidligere regler, om end fortolkningen heraf – herunder betydningen af den hidtidige praksis – endnu kan give anledning til tvivl.

Der gøres en betydelig indsats for at efterforske og retsforfølge personer, der foretager insiderhandel. De udmålte straffe viser, at domstolene ser svært på denne form for kriminalitet. Den sidestilles med berigelseskriminalitet efter straffelovens paragraffer herom. Straffen er som udgangspunkt ubetinget fængsel.

Retsstillingen er således den, at de børsnoterede selskaber – inkl. First North, jf. MAR art. 2 – er undergivet et dobbelt sæt regler. Dels reglerne i markedsmisbrugsforordningen med tilhørende regelsæt og dels selskabslovens regler. De øvrige selskaber er alene undergivet selskabslovens regler.

Systematisk kan man opdele de regler, som værner mod misbrug i tre grupper: for det første regler af *præventiv karakter*, som sigter på at undgå, at der overhovedet opstår situationer, som opfordrer til eller muliggør, at misbrug kan finde sted. For det andet regler af *materiel karakter*, som indeholder forbud eller reguleringer vedrørende den adfærd, som aktiekøbere eller sælgere må udvise. Og for det tredje regler, der angår *forholdet til medkontrahenter*, som kan lide skuffelser. Der er her tale om spørgsmål vedrørende gyldigheden af den aftale, hvorved aktierne købes eller sælges.

Både selskabslovenes regelsæt og børslovgivningens indeholder reguleringselementer af præventiv og materiel karakter. Forholdet til medkontrahenterne reguleres af almindelige aftalerettlige regler.

Det præventive element i selskabsloven er et formelt krav om *åbenhed* omkring ledelsens besiddelse af kapitalandele. Dette hensyn varetages gennem reglerne om forelse af ejerbogen og pligten til at give meddelelse om betydelige kapitalposter, jf. SL § 50 ff. samt § 55 og ARL § 104 samt kravene om oplysninger om reelle ejere; se om disse bestemmelser foran i kap. 6.1.4. Dette krav suppleres af et materIELT forbud mod at handle på en sådan måde, at der er tale om *spekulationsforretninger*, jf. SL § 113.

64: Højesteret fundt, at det yderligere var et krav, at der forelå et uhæderligt forhold, hvilket Højesteret ikke fundt var tilfældet. Se om dommen bl.a. David Moalem og Dan Moalem i NTS 2005:2 p. 52 f., David Moalem i U 2004B, p. 226 f., jf. sammen Insiderhandel, 2004, p. 13 og 24, og Jesper Lau Hansen RR 2005:2 p. 34 f. og de nævnte generelle fremstillinger.

Efter AL § 53, stk. 1, skulle de enkelte medlemmer af ledelsen i et aktieselskab give meddelelse til selskabet om deres besiddelse og senere erhvervelser og afaændelser af aktier i selskabet og om deres aktier eller anparker inden for samme koncern. Denne bestemmelse er ikke videreført i selskabsloven. Bestemmelsen blev indført i 1991 med henblik på at modvirke insiderhandel i borsnoterede selskaber. Den dækkes imidlertid nu af reglerne i MAR artikel 18 om forelse af et *insiderregister*, hvorefter bl.a. medlemmer af borsnoterede selskabers ledelse skal give meddelelse til selskabet om transaktioner med selskabets aktier (flagningspligt). Meddelelsen skal ske hurtigt som udgangspunkt den første borsdag efter transaktionen. Meddelespligten omfatter også ledelsesmedlemmernes nærtstilende. Selskabet skal indberette de modtagne meddelelser til Finanstilsynet, jf. nærmere straks nedenfor.

Efter den ligeledes ophevede bestemmelse i AL § 53, stk. 2, skulle alvæ bestyrelsесmedlemmer og direktører som ledende medarbejdere i borsnoterede selskaber lade deres aktier i selskabet og i selskaber inden for samme koncern notere på vedkommendes eget navn i selskabets aktiebog, uanset om selskabets aktier er ihændehaveraktier. Fortegnelsen skulle angive de pågældendes fulde navn og bopæl. Bestemmelsen udelukkede derimod anvendelse af den såkaldte nomine-ordning for denne personkreds vedkommende. De nævnte oplysninger skal nu gives efter reglerne i MAR artikel 19 om ledende medarbejdernes indberetningspligt, jf. straks nedenfor.

Medlemmer af selskabets ledelse kan udnytte deres kendskab til selskabets forhold til egen fordel. De kan imidlertid også gøre det til selskabets fordel ved at lade selskabet købe og sælge *egne aktier*, jf. SL § 196 og følgende. Erhvervelse af egne aktier er som nævnt foran i kap. 8.4 blevet mere og mere almindelig. Selskabet er samtidig det mest oplagte eksempel på en insider. Det ligger imidlertid klart, at forbudet mod insiderhandel i MAR artikel 14 ikke skal læses således, at selskabet generelt er afskåret fra at erhverve egne aktier i overensstemmelse med SL § 197. Kapitalmarkedslovens § 31 sikrer åbenhed om beholdningen af egne aktier ved at kræve indberetning til Børsen af 5 eller 10 pct. egne aktier.

Intern viden giver som nævnt mulighed for at opnå gevinst ved handel med selskabets aktier. Meddelespligten efter MAR artikel 18 om forelse af insiderlister, jf. herom nedenfor, kan medvirke til at forebygge sådan udnyttelse – eller kan eventuelt senere dokumentere denne. SL § 113 supplerer med et forbud mod, at ledelsen udfører eller deltager i *spekulationsforetak*.

gør vedvarende kapitalandele i selskabet eller inden for samme koncern.<sup>65</sup> Hverken selskabsloven selv eller forarbejderne giver nærmere vejledning med hensyn til grænsen mellem den normale handel, der er tilladt, og den handel, der kan betegnes som spekulation. Et karakteristisk træk ved spekulation er, at handelen mere er bestemt af et ønske om at opnå en (hurtig) gevinst eller undgå tab, frem for af et ønske om en mere fast placering af formuen, sml. U 1964-640 II samt opregningen i lov om finansiel virksomhed § 77, stk. 1, nr. 3. Den ældste dom i U 1977-785 Ø statuerede, at handel med selskabets aktier, som er sket under udnyttelse af intern viden, er spekulation. Dette gælder stadig, men har mindre betydning, efter at der er indført særlige insideregler. Den typiske spekulationsforretning vil tage sigte på gevinst for ledelsesmedlemmet selv, men dette er ikke nogen betingelse. Selv om forretningen tjener andre selskabers eller andre personers interesser, må medlemmet ikke deltage heri. Vurderingen vil i øvrigt være af konkret karakter, hvor alle omstændigheder omkring de foretagne dispositioner må tages i betragtning, herunder f.eks. også om erhvervelsen eller afaendelsen har sammenhæng med andre, måske i sig selv lovlige dispositioner, f.eks. køb af egne aktier inden for lovens grænser. Eksemplerne i lov om finansiel virksomhed § 77 kan i et vist omfang overføres. Generelle formodningsregler, som kendes fra det skatteretlige spekulationsbegreb, har derimod en anden baggrund end den selskabsretlige regel og kan ikke umiddelbart overføres hertil.

Overtredelse af § 113 er straf sanktioneret, jf. SL § 367 og U 1977-785 Ø. Hvis kursen er påvirket ved at »udsprede løgnagtige meddelelser«, omfattes forholdet af straffelovens § 296, stk. 1, nr. 1.

Selskabslovens bestemmelse omfatter ifølge dansk retspraksis vel insiderhandel, men omfatter derudover også alle andre tilfælde, hvor en handel med selskabets kapitalandele kan karakteriseres som en spekulationsforretning. Borsreglerne sigter mere snævert på at modvirke *insiderhandel* samt en række tilfælde af *kursmanipulation*, jf. herom nedenfor:

65. Lov om finansiel virksomhed § 77 opregner detaljeret en rekke transaktioner, som typisk har karakter af spekulation. Direktører og ansatte i en finansiel virksomhed må bl.a. ikke optage lån eller trække på en kredit til køb af værdipapirer, når de købte værdipapirer stilles til sikkerhed for lånet eller kreditten. Ligeledes må de ikke erhverve, udstede eller handle med afdelte finansielle instrumenter, medmindre formålet er risikoafdekning. De må heller ikke erhverve kapitalandele, bortset fra andele i investeringsforeninger og specialforeninger m.v. med henblik på salg af disse tidligere end 6 måneder efter erhvervelsen, eller erhverve position i fremmed valuta, bortset fra euro, med henblik på andet end betaling for køb af værdipapirer m.v.

Den præventive regulering i bonreglerne ligger også i krav om åbenhed. *For det første* den åbenhed om selskabernes forhold, som følger af pligten til at meddele Børsen og offentligheden alle væsentlige forhold vedrørende virksomheden, som kan antages at få betydning for kurstdannelsen på aktierne, jf. nærmere MAR artikel 17 samt de i modsætning til loven udstede regler om oplysningspligt. Filosofien bag reglerne om oplysningspligt er naturligvis at give alle markedsdeltagere samme muligheder for at vurdere kursen på et givet selskabs aktier. Har alle samme forudsætninger, er insiderhandel pr. definition udelukket.

*For det andet* den udvidede åbenhed om aktiebesiddelser. Foruden de foran omtalte regler om meddelelser om storaktionærbesiddelser og om selskabets beholdninger af egne aktier er der indført regler om farelse af insiderister. Reglerne om insiderister står nu i MAR artikel 18. Videre skal ledende medarbejdere i børsmønstrede selskaber indberette til selskabet såvel som til de kompetente myndigheder – i Danmark Finanstilsynet – alle transaktioner vedrørende aktier i selskabet, når der er nået et samlet beløb over et kalenderår, som overstiger 5000 EUR, jf. artikel 19, stk. 8. De enkelte medlemstater kan fastsætte en højere tærskel for indberettingspligten, dog maksimalt 20.000 EUR, jf. artikel 19, stk. 9. I Danmark er tærsklen 20.000 EUR. Indberetningen skal ske straks og senest 3 arbejdsdage efter transaktionen, jf. artikel 19, stk. 2. Selskabet er forpligtet til at offentliggøre meddelelsen til markedet, jf. artikel 19, stk. 3. De modtagne meddelelser bliver på samme måde som andre borsmeddelelser offentliggjort og er tilgængelige på Børsens hjemmeside.

Reglerne omfatter ledende medarbejdere og disses nærtstående. Det drejede sig dels om medlemmer af selskabets ledelse, jf. foran, og dels om andre ledende medarbejdere med beslutningskompetence og regelmæssig adgang til intern viden vedrørende selskabet.

Reglerne om meddelelsespligt vil klart medvirke til at forebygge insiderhandel. Aktianalytikere og medierne følger nøje med i ledelsens handler og søger at analysere baggrunden herfor.

De materielle regler om insiderhandel findes i MAR artikel 14 suppleret af artikel 7-10. Artikel 14 indeholder selve forbuddet imod insiderhandel, mens artikel 7 definerer intern viden, og artikel 8 definerer insiderhandel. Artikel 9 angiver en række tilfælle, hvor en person, der er eller har været i besiddelse

66. MAR art. 17 om udstede oplysningspligtelser samt «Nasdaq Nordic Main Market Rulebook», punkt 3.1.1. Om det nærmere indhold af oplysningspligtelserne se Paul Krøger Andersen, Niels Jul Christensen, Jesper Lau Hansen, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 349 ff.

af intern viden, gerne må handle. Endelig definerer artikel 10, hvornår der er tale om videregivelse af intern viden.

Reglerne er efter deres formulering ganske vidtgående. Dette gælder således både med hensyn til, hvilke oplysninger den omfatter, og med hensyn til den omfattede personkreds. Ifølge denne bestemmelse må kab eller saig af et værdipapir ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.

Begrebet »intern viden« er som nævnt defineret i MAR artikel 7, som »specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, markbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter. Afgrænsningen er videre end efter en tidligere regel, der kun omfattede oplysninger vedrørende udstederen (selskabet). Nu omfanges også viden om forhold uden for selskabet, som kan få betydning for kursdannelsen, oplysninger om påtænkte generelle eller specifikke økonomiske beslutninger, som f.eks. rentesændringer, eller viden om tredjemands planer om at købe eller sælge en betydelig mængde af selskabets aktier. Det centrale i begrebet er dog fortsat oplysninger vedrørende selskabet. De tilfælde, som hidtil har givet anledning til undersøgelser, har f.eks. vedrørt handler, der har kunnet været påvirket af viden om fusioner eller virksomhedsovertagelse i øvrigt, alvorlige tab eller dårlige regnskabsresultater m.v.

Hvis oplysningerne er offentliggjort, kan der ikke være tale om insiderhandel. Dette gælder, uanset om de handlende parter kendte eller ikke kendte oplysningerne. Det er heller ikke i strid med almindelig hæderlighed, jf. aftalelovens § 33, at benytte alle offentliggjorte oplysninger som grundlag for sine aktiehandlinger. Børsens Udstederregler<sup>67</sup> konkretiserer de oplysninger, som lebende skal tilstilles Børsen. Det understreges i reglerne, at det er selskabets (dvs. ledelsens) pligt at sikre, at selskabet til enhver tid opfylder sin informationspligt.<sup>68</sup> Udstederne har pligt til at udforme særlige *interne regler*, som nærmere beskriver selskabets procedurer og rutiner med hensyn til overholdeelsen af oplysningspligtelserne, jf. også reglerne i MAR artikel 17.

67. Udstederreglerne er nu samlet i et fællesnordisk regelsæt »Nordic Main Market Rulebook». Oplysningspligteligheden er samlet i et særligt regelsæt »Disclosure of inside information».
68. Oplysningspligtens påvirket selskabet, men det er naturligvis selskabets ledelse, der har ansvaret for, at selskabet opfylder oplysningspligtens, jf. nærmere Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen og Jesper Lau Hansen, Børsretten, 6.udg., 2019, p. 365 f.

Børsens udstederregler angiver en række eksempler på forhold, der almindeligvis er af direkte betydning for et selskabs virksomhed, og som følge heraf skal offentliggøres. De eksempler, der angives, omfatter bl.a. større ordre og investeringsbeslutninger, samarbejde i form af fusioner eller virksomhedsovertagelse, finanzielle væsentligheder, tab af kunder, forskningseksporter og ændringer i ledelse og aktiviteter. Denne eksemplifikation angiver samtidig forhold, som klart er egnet til at påvirke kursen interkant, og som derfor omfattes af begrebet *intern viden*.

Forbuddets indhold er, at de pågældende ikke må købe eller sælge aktier i vedkommende selskab, så længe de er i besiddelse af intern viden, som kan være af betydning for handelen. De må heller ikke rådgive eller på anden måde tilskynde andre til handel.<sup>69</sup> Hvis omfanget af de oplysninger, der anses omfattet af bestemmelserne, defineres meget vidt, medfører dette et reelt forbud mod, at f.eks. et selskabs ledelse køber eller sælger aktier i selskabet. En sådan konsekvens er ikke tilsigtet. Risikoen for, at ledelsen foretager insidertandel, har derimod ført til, at man forsøger at begrænse den periode, hvori ledelsen kan handle med aktier, til et kortere tidsrum efter offentliggørelsen af selskabets årsregnskabsmeddelelse eller halvårsrapport. Inden for dette tidsrum, det såkaldte *døde handelsvindue*, forestiller man sig da, at alle væsentlige oplysninger om selskabet er tilgængelige for alle. Selskaberne kan i et vis omfang selv vælge, hvor stramme reglerne skal være. Børsen anbefalede 6 uger. Der lå tidligere en begrænsning i Vphl. § 37 såvel som i Udstederreglerne, formuleret som en pligt for selskabet til at udarbejde *interne regler* om ledelsens og medarbejdernes adgang til at handle med selskabets aktier. En sådan regel er imidlertid ikke videreført under MAR, men overholdeelsen af de ganske omfattende bestemmelser i MAR synes vanskelig uden sådanne interne regler. Børsen anbefaler fortsat, at udsteder har interne regler. MAR artikel 19, stk. 11, indeholder desuden en regel om et *højt vindue*, indenfor hvilket ledende medarbejdere ikke må handle med selskabets aktier (30 dage før en finansiel rapport eller årsafslutningsrapport).

En begrænsning i bestemmelsernes mækkewidde ligger som nævnt i, at der skal være tale om »(endnu) ikke offentliggjorte oplysninger«. Heri ligger, at benytte sig af oplysninger, som er almindeligt tilgængelige på markedet, ikke

69. Denne regel får bl.a. betydning for pengeinstitutter, hvor f.eks. kreditaftalen sidder inde med viden om selskabet, som vil være nytog for fondsaftalen ved rådgivningen af denne afdelings kunder. Både af hensyn til denne regel og for at udelukke, at pengeinstitutet selv udnytter intern viden, må der være regler og procedurer, der forhindrer udveksling af oplysninger mellem afdelingerne (såkaldte *Chinese Walls*), jf. også ovenfor i teksten.

kan betragtes som misbrug. Når hennoterede selskaber har opfyldt deres oplysningspligtelse, jf. MAR artikel 17, stk. 1, og Børsen har videresendt oplysningerne, anses oplysningerne som offentliggjort.

Det er klart, at de bevismæssige forhold ofte vil være afgivende for, om der kan statueres misbrug. Med henblik herpå er reglen aflatet således, at det afgivende er, om der er tale om oplysninger, der »ville kunne få betydning for kursdannelsen. Heri må ligge, at der ikke kræves stregt bevis for denne sammenhæng, jf. således eksempelvis U 1995.905 H vedrørende tab på valutahandel til kommerciel afstækning.

Udtrykket »insidere« antyder en begrænsning til personer, som kommer fra det selskab, hvis aktier handles. En sådan begrænsning indeholder MAR imidlertid ikke. Tvaartimod fremgår det af bestemmelserne, jf. udtrykket i artikel 8, stk. 1, »en person, der i besiddelse af intern viden«, at forbuddet omfatter alle. Forbuddet vil således ramme f.eks. udenforstående rådgivere og personer, som har fået del i den ikke offentliggjorte information på en mere tilfeldig måde, f.eks. fra en person, som selv er insider.

Det er en meget vid personkreds, der hermed inddrages. Bestemmelserne omfatter både såkaldt *primære* og *sekundære* insidere, dvs. insidere henholdsvis med og uden særlig tilknytning til selskabet. Den må eksempelvis omfatte – foruden enhver ansat i selskabet – selskabets advokatsforbindelser, dets revisorer og bankforbindelser. Desuden personer tilknyttet selskabets forretningsforbindelser og nuværende eller kommende samarbejdspartnere.

For at begrænse kredsen af personer, der kommer i besiddelse af intern viden, indeholder MAR artikel 14, jf. artikel 10, et forbud mod *uretmæssig videregivelse af intern viden*, medmindre videregivelsen er et normalt led i vedkommendes besæftigelse, erhverv eller funktion. Forbuddet gælder, umset om der er insiderhensigt forbundet med videregivelsen.<sup>70</sup>

Reglerne om insiderhandel suppleres af et specielt forbud mod *markedsmanipulation*, jf. MAR artikel 15.

MAR viderefører i artikel 15, jf. artikel 12, under overskriften markedsmisbrug, i al væsentlighed de tidligere regler om kursmanipulation i værdipapirhandelsloven. MAR art. 15 indeholder forbuddet mod markedsmanipulation, modens art. 12 indeholder gerningsbeskrivelsen. Art. 12 suppleres af regler i art. 13, der tilsigter at afgrense forbuddet, såfremt der er tale om såkaldt accepteret markedspraksis. MAR art. 12, stk. 1, angiver fire former for mani-

70. Jf. herved bl.a. *Poul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen*, Børsretten, 6. udg., 2019, p. 581 f. Forbuddet mod videregivelse har været forelagt domstolen i den såkaldte RealDanmark sag om Danske Banks overtagelse af Realkredit Danmark, U 2009.2142 H. Se om denne sag nedenfor i afsnit 9.3.4.5.

pulation, nemlig transaktioner, som: (1) giver uregelmæssige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter eller sikrer eller antages at sikre kursen heraf, (2) involverer «fingerede planer eller andre former for bedrag eller påfund», (3) udbreder oplysninger, f.eks. gennem pressen, der giver eller antages at give uregelmæssige eller vildledende signaler om udbuddet eller efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument, (4) videregivelse af uregelmæssige eller vildledende oplysninger til brug for benchmarks. Herafover indeholder art. 12, stk. 2, fem ikke-udtømmende eksempler på, hvad udfordr som anses for at være markedsmanipulation.<sup>71</sup>

Der har været enkelte domme efter de gamle regler, som har domt for overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation.<sup>72</sup> Disse domme har stadig relevans. Nyere domme er bl.a. dommen over E-Huset (Retten i Ballerup, 31. januar 2006) og en dom fra Retten på Frederiksberg af 4. oktober 2007. Sidstnævnte dom var den første af en række domme om private investorer, der foretog kursmanipulation ved at legge fiktive overbud ind i handelsystemet (såkaldt day-trading). Selv om sagerne kun har drejet sig om mindre belob, har de alligevel resulteret i ubetinget fængselsstraf. Se således U 2009.1694 Ø og U 2009.1695 H. At det kan være vanskeligt at løfte bevisbyrden i sager om markedsmanipulation, blev bl.a. illustreret i U 2015.3010 V om, hvorvidt afgivelsen af en række købsordrer havde været egnet til at påvirke kursen i en retning, der afveg fra værdien i markedet. Sagen blev anket til Højesteret, jf. U 2016.3756 H. Højesteret henviste sagen til fornøjet bedommelse i landsretten med begründelse af, at landsretten havde anvendt en »forkert forståelse af begrebet værdi i markedet». I U 2017.588 H havde selskabet Neurosearch offentliggjort en selskabsmeddelelse om resultatet af et klinisk studie af et nyt lægemiddel, hvilket fik kursen til at stige. Selskabet blev domt for kursmanipulation (efter de tidlige regler i værdipapirhandelsloven). Se også Østre Landsrets dom fra 2017 om Parkens erhvervelse af egne aktier, jf. også kap. 8.4.8 ovenfor. Dommen idemte Parkens tidlige for-

71. Se endvidere Kommissionens delegerede Forordning (EU) 2016/522, der indeholder en række yderligere indikatorer for markedsmanipulation.
72. Således U 2001.578 H (Hallergreen-sagen), Københavns Byrets dom af 16. november 1998 nr. 2130/98 (Pen-sam-sagen) og U 2003.1467 H (7-Eleven-sagen). Disse og senere domme omtalt bl.a. hos Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, *Borsretten*, 6. udg., 2019, p. 614 f. Finanstilsynet offentliggør løbende statistik over insider- og kursmanipulationsager på tilsynets hjemmeside. Se om kursmanipulation den udførte gennemgang hos David Moalem og Niels Jul Clausen i NTS 2009.4 p. 91 ff.

mand og administrerende direktør fængselsstraf. De samme personer blev ved Københavns byrets dom af 4. september 2020 fundet erstatningsansvarlige for en aktiekobers tab. Østro Landret havde ved U 2018.617 få henvist afgørelsen til byretten.

Reglen om insiderhandel i MAR dækker formendlig, hvad der også bør gælde som en erhvervsetisk fordring i alle andre selskaber.

De senere års stramninger i borsreglerne har ikke umiddelbar betydning for bedømmelsen af spørgsmålet om, hvorledes en selgers eller kobens med-kontrahent er stillet. Dette må fortsat både i børsvoterede og ikke-børsvoterede selskaber afgøres efter sædvanlige kobe- og aftaleretlige regler, herunder navnlig aftalclovens §§ 30, 31, 33 og 36.<sup>73</sup> Af disse plejer man at fremhæve, at beskrivelsen i § 33 efter sit indhold netop passer på insiderhandel. Både § 33 og § 36 knytter ugyldighedsvurderingen til en samfundsmæssigt relateret målestok, henholdsvis at det ville være i strid med »almindelig hæderlighed« og med »redelig handlemåde« at gøre aftalen gældende. Man må forvente, at den stramning, der er tilsigtet med borsreglerne, kan få en afsmitende effekt på vurderingen af, om disse standarder er overtrædt.

#### 9.3.4.3. Økonomisk bistand

Reglerne om økonomisk bistand til modersselskaber, kapitalejere, ledelsesmedlemmer m.v. i SL §§ 210-212 er nærmere gennemgået foran i kap. 8.5, hvortil der henvises. Som det fremgår, omfatter lånereglerne foruden selskabets kapitalejere også ledelsen og dem nærtstående personer, denmod næppe andre aktie- eller anpartsselskaber, hvori ledelsen har interesser. Inabilitetsreglerne yder et vist supplerende værn mod misbrug fra ledelsens side, som har karakter af ydelser af lån eller sikkerhedsstillelse i strid med lånereglerne. I øvrigt strider det generelt mod pligten til at lede selskabet forsvarligt, såfremt der bevilges lån m.v., som ikke modsvares af fordele for selskabet, og som kan medføre tab for selskabet. Ledelsen vil efter omstændighederne ifalde erstatningsansvar herfor, jf. nedenfor i kap. 14.

#### 9.3.4.4. Overtagelsestilbud

En særlig situation, hvor der kan forekomme interessekonflikt, foreligger, når der fremsættes fjendtlige overtagelsestilbud. Ledelsens pligter før og efter

73. Jf. om den civilretlige bedømmelse *David Moalem* i NTS 1999:4 p. 108 f. og samme Insiderhandel, 2004, *Lynge Andersen* og *Palle Bo Madsen*, Aftaler og mellemmænd 7. udg., 2017, p. 167, *Lynge Andersen*, Aftalcloven med kommentarer, 2008, *Werlauff og Schauburg-Müller*, U 1988B, p. 73 f., 80 f. Jf. også *Nis Jul Clausen*, Børsret, Insiderhandel, p. 106 f.

fremstættelse af sådanne tilbud må bedømmes alvel efter reglerne i selskabsloven som efter de børretlige regler. Der henvises i det hele til kap. 16.8.

#### 9.3.4.5. Tavshedspligt

Medlemmer af selskabets ledelse, vurderingsmænd, revisorer og bransjenesmænd samt disse medhjælpere og supplanter har tavshedspligt med hensyn til den viden, som de får om selskabets forhold i forbindelse med deres arbejde i eller for selskabet. Efter SL § 132 må de pågældende ikke ubetinget videregive, hvad de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til. Bestemmelserne er en videreførsel af den hidtidige regel i AL § 160, stk. 1. Selskabsloven indeholder den materielle regel om tavshedspligt i § 132, men opretholder straffehjemlen i § 367, stk. 4.

Omfattet af tavshedspligt er efter lovens forarbejder »vanlig forretnings- og driftshemmeligheder«, altså forhold, som selskabet har interesse i, og som udgør en værdi for selskabet. Oplysninger om sådanne forhold må ledelsen hverken robe i det daglige eller f.eks. i forbindelse med besvarelse af spørgsmål på generalforsamlingen efter SL § 102. Se om § 102 nedenfor i kapitel 11.4.7. Tavshedspligten vil også begrænse medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmers muligheder for at orientere de andre ansatte om selskabets udvikling, jf. nedenfor i kap. 10.

Tavshedspligten begrænser derimod ikke bestyrelsens eller et enkelt bestyrelsesmedlems mulighed for at sege til hos en rådgiver – f.eks. en advokat eller revisor – som selv er undergivet tavshedspligt. Et eksempel kan være, at en mulig bestyrelsесbeslutning kan medføre erstatningsansvar.<sup>74</sup>

Tavshedspligten har som nævnt til formål at beskytte selskabets interesser. Ud fra dette synspunkt frifandt Østre Landsret i U 1998.1760 et bestyrelsesmedlem, der havde videregivet oplysninger om direktørens aktiekab i selskabet til en journalist. Direktøren havde, som han skulle efter den dagældende AL § 53, givet meddelelse om aktieerhvervelsen til bestyrelsen. Sigtet med § 53 var, at reglen skal virke preventivt med henblik på at hindre, at ledelsen udnytter sin viden om selskabet til insiderhandel m.v., jf. foran i kap. 9.3.4.2. Dommen anvender som grundlag for sin frifindelse en fortolkning, der tager udgangspunkt i begrebet »forretnings- og driftshemmeligheder«. Dommen har et videre perspektiv, som bringer den i harmoni med de børretlige regler om insiderhandel.

74. Jf. herved også Jan Schous Christensen, Kapitalaktikaber, 5. udg., 2017, p. 515 f. samt Schramburg-Müller og Werlauff, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 797.

Reglen om tavshedspligt brydes, såfremt der er pligt til at afgive oplysninger. Når således reglerne i SL § 134 – og en ophævet bestemmelse i AL § 55 a – pålægges/pålagde ledelsen i koncernen genseidig underretningspligt vedrørende forhold i koncerne, må tavshedspligten selvagt vige, jf. herved også nedenfor i kap. 15. Efter bemærkningerne vedrørende ophævelsen af AL § 55 a er et moderselskabs underretninger til dattereselskaber fortsat velbegrunede og ikke i strid med tavshedspligten. Efter SL § 133, jf. § 149, har ledelsen i et kapitalselskab pligt til at give revisor eller granskningsmænd relevante oplysninger om selskabet eller koncernen. Der er selvagt ikke tavshedspligt i disse tilfælde.

Spørgsmålet om tavshedspligt har også relation til de børsretlige regler. Efter MAR artikel 10, jf. artikel 14(c), er videregivelse af intern viden forbudt. Intern viden vil typisk omfatte viden, som er omfattet af tavshedspligt. Et oplagt eksempel er viden om en forestående overtagelse. Det børsretlige forbud børres imidlertid af et hensyn til markedets funktion og ikke af hensyn til selskabets interesser. Afgrænsningen af den børsretlige regel er stengere end den selskabsretlige bestemmelse om tavshedspligt.<sup>75</sup> Højesteret har ved U 2009.2142 taget stilling til rækkevidden af forbuddet i den tidligere regel om videregivelse af intern viden i VphL § 36. Højesteret frifandt et medarbejdervalgt bestyrelsesmedlem i RealDanmarks bestyrelse, som havde videregivet oplysninger om en forestående fusion med Danske Bank til formanden for Finansforbundet for overtrædelse af VphL § 36, jf. nærmere om medarbejdernes tavshedspligt nedenfor i kap. 10.

Afgrænsningen af, hvilke forhold der er omfattet af tavshedspligten, er i øvrigt op til selskabet selv. Selskabet kan udforme retningslinjer herom f.eks. i bestyrelsens forretningsorden, og bestyrelsen kan også konkret bestemme, at visse forhold skal være underlagt tavshedspligt. Det er således både sædvanligt og anbefalelsesværdigt, at bestyrelsen på hvert bestyrelsesmøde tager stilling til dette – med respekt af den ret til videregivelse, som er fastslået ved U 2009.2142 H.

### 9.3.5. Ledelsens aflønning

Medlemmer af selskabets ledelse kan enten lønnes med et *fast* eller *variabelt* vederlag. At vederlaget er fast, betyder, at det er fikseret på forhånd, og at det beregnes uafhængigt af arbejdsindsats, selskabets overskud eller andre selskabsrelaterede variabler. Et fast vederlag kommer til udbetaling, uanset om

75. Se herved nærmere Jesper Lau Hansen i NTS 2008:1 p. 71 f. samt i NTS 2009:3 p. 32 f. om bestyrelsesmedlemmers tavshedspligt efter dansk ret, bl.a. om RealDanmark dommen (Grønsgaard og Bang).

selskabet har overskud. I modsætning hertil definerer forarbejderne til sel-skabsloven variabel vederlag som «en afsløring, der fastlægges efter variab- le forhold som f.eks. resultatløft».<sup>76</sup> Det ansås, at bestemmelserne er en videreførsel af den hidtidige bestemmelse i AL § 64. Det lidt gammeldags udtryk *tantieme* er blot erstattet af udtrykket variabelt vederlag.

I en tidligere aftalelse af AL § 64 var det et centralt punkt, at grundlaget for tantiemeberegningen var noje sikret som en andel af årets regnskabsmæssige resultat. Disse bindinger blev ophevet ved en lovændring i 1991, hvor § 64 blev liberaliseret. Tantiemebegrebet skulle herefter blot formodes som en alternativ beregningsmetode til afsløring af ledelsen. En metode, som gør afsløringen resultatafhængig efter ikke nærmere angivne variabler. Den udligere noje regulering af grundlaget for tantiemeberegning skete ud fra et ønske om at motivere ledelsen til at opnå gode driftsresultater for selskabet, ikke blot *volumen* (omsætning eller andre bruttotal). Dette skete vel med en vis tanke på at motiver ledelsen, dvs. ud fra de samme overvejelser, der ligger bag de moderne incitamentsprogrammer for ledelsen. Afgørende var imidlertid mere den risiko for misbrug, der kan ligge i afsløningsformer, der er for kert sammenstillet.

Erfaringen har vist, at det kan være særligt risikabelt for en virksomhed, hvis ledelsen via afsløring eller andet er interesseret i at satse på bruttoekstr og ikke på nettoresultater. På denne baggrund og i særlighed i dagens lys var ændringen i § 64 udtryk for en bemærkelsesværdig liberalisering. Liberaliseringen må dog antages at være størst på det beregningstekniske plan. Selv om det er anført, at selskabet ikke kan benytte andre afsløningsformer end de i § 64 (nu § 138) nævnte,<sup>77</sup> ligger der næppe en streng binding i, hvilke variabler der kan anvendes. F.eks. i retning af, at et incitamentsprogram kun kan bero på et selskabs resultat efter årsregnskabet. Et aktieoptionsprogram knyttet til kursudviklingen må f.eks. også være lovligt og benyttes også i vidt omfang, jf. foran i kap. 7.3.3. Også bestemmelsernes begreb *årsrapport* er usikkert i et moderne perspektiv. Direkturer lenkes således ofte med en »lompakke«, som f.eks. også indeholder fratredelsesgodtgørelser m.v. I relation til § 138 må en sådan lompakke ses under et.

Materielt bestemmer § 138, at vederlaget ikke må overstige, hvad der anses for sædvanligt efter hvervets art og arbejdets omfang, samt hvad der må anses for forsvarligt i forhold til selskabets og, i moderselskaber, koncernens

76. Jf. bemærkningerne til SL § 138 l. 170 2008-09 p. 257.

77. H. nildes Lars Bunch, Lise Rosenberg og Lone Snedker, Kommentar, 7. udg., 2007, p. 407, vedrørende AL § 53. Bemærkningen er ikke gentaget hos Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 555 f. vedrørende SL § 138.

økonomiske stilling. Efter formuleringen må dette forsvarighedsprincippet gælde både i tilfælde, hvor der aftales fast aflønning, og ved aflønning med uantieme.

Ved at knytte aflønningen sammen med et forsvarighedsprincippet er det oplagt, at der lægges op til en erstatningsretlig sanktion for den bestyrelse eller evt. de kapital ejere, som bevilger urimeligt høje lønninger. Sympunkterne bag de tidligere uantieme-regler har stadig – og endda i forsterket grad – betydning, jf. straks nedenfor.

Forarbejderne til den tidligere AL § 64 udtales den vurdering, at de generelt holdte (forsvarigheds)betegnelser (må) anses for tilstrekkelige til at modvirke misbrug. Det er rigtigt, at denne formulering efter ordene indeholder tilstrekkelige muligheder i så henseende. Om mulighederne udnyttes, vil bl.a. afhænge af, hvorvidt domstolene via sagsansæg vil få lejlighed til – og vil vise sig villige til – at gå ind i en nojere vurdering af, hvad der må betragtes som en forsvarlig løn i de enkelte tilfælde. Der er ikke offentliggjort domme vedrørende SL § 138 i dens seneste formulering. For så vidt angår borsnoterede selskaber er § 138 overhalet af reglerne om vederlagspolitik i §§ 139 og fulgtende, jf. straks nedenfor.

Der har de senere år været rejst kritik af, at navnlig incitamentsprogrammer og fratrædelsesgodtgøringer i en del tilfælde har været fastsat på en sådan måde, at ledelsen »forsyldes« uanset selskabets resultater. I kolvandet på finanskrisen blev der rejst kraftig kritik, først og fremmest af bankers og andre finansielle institutioners aflønning af ledelsen med meget favorable bonusordninger m.v. På EU-plan har Kommissionen bl.a. vedtaget to henstillinger henholdsvis om aflønningspolitik i finanssektoren (2009/384/EF) og om aflønning af ledelsen i borsnoterede selskaber (2009/385/EF). Den sidstnævnte supplerer to tidligere henstillinger fra 2004 og 2005 (2004/913/EF og 2005/162/EF). Med den forskel, at henstillingen vedrørende finanssektoren angår en sektor, der er undergivet særlig regulering og tilsyn, er grundtankerne i de to henstillinger de samme. Henstillingen om aflønning af ledelsen i borsnoterede selskaber er i Danmark i det væsentlige gennemført ved ændringer i Anbefalinger for god Selskabsledelse, se Anbefalingernes punkt 4 om ledelsens vederlag. Anbefalingerne søger at imødekomme den rejste kritik ved at kræve, at aflønningen afspejler ledelsens indsats og værdiskabelse for selskabet, og i øvrigt at der er åbenhed og gennemsigtighed vedrørende aflønningen. Ligeledes gives nogle anbefalinger vedrørende principperne for etablering af incitamentsprogrammer. Overordnet anføres, at »Et konkurrencoedygtigt vederlag er en forudsætning for at kunne tiltrække og fastholde kompetente medlemmer af ledelsen. Selskaber bør have en vederlagspolitik, hvor det samlede vederlag, dvs. den faste og variable del samt øvrige ansæt-

ledelsesvilkår er rimelige og i overensstemmelse med det enkelte ledelsesmedlem, lems ansvar, indsats og værdiskabelsen.<sup>78</sup>

Åbenhed kreves også efter Borsens Rulebook punkt 3.8. Håde i forbindelse med borsintroduktion og senere skal der offentliggøres detaljerede oplysninger om indholdet af incitamentsprogrammer.

Henstillingen vedrørende aflønning i finanssektoren er implementeret ved opstramninger i lov om finansiel virksomhed. Yderligere opstramninger er sket i forbindelse med de såkaldte bankpakker. Der er således fastsat maksimumsgrenser for den variable aflønning samt pligt til at nedsætte aflønningsudvalg, se nærmere lov om finansiel virksomhed §§ 77 a og fulgtende.

Kritikken af incitamentsprogrammer har især rettet sig mod forholdene i borsnoterede selskaber. Med henblik på at give aktionærerne bedre muligheder for at gennemskue og tage stilling til anvendelsen af incitamentsaflønning af bestyrelse og direktion blev der i 2007 indføjet en ny § 69 b, senere SL § 139, hvorefter selskaber, der handler på et reguleret marked får indgåelse af en konkret aftale om incitamentsaflønning – eller om ændring eller forlængelse af en sådan – skal have fastsat overordnede retningslinjer for ordningen, der skal vedtages på selskabets generalforsamling.

Reglerne om aflønning af ledelsesmedlemmer blev strammet væsentligt ved implementeringen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv i 2019. Et hovedpunkt i de nye regler er, at borsnoterede selskaber skal udarbejde og offentliggøre en vederlagspolitik for aflønning af ledelsesmedlemmer, som fastsætter rammen for fast og variabel aflønning af ledelsesmedlemmer, samt afgør og offentliggøre en vederlagsrapport. Reglerne står nu i SL §§ 139, 139 a og 139 b. Vederlagspolitikken skal vedtages på selskabets generalforsamling og offentliggøres på selskabets hjemmeside, jf. nærmere § 139, § 139 a indeholder en udførlig beskrivelse af kravene til vederlagspolitikken. § 139 b indeholder kravene til vederlagsrapporten. En omdiskuteret nydannelse er, at vederlagsrapporten skal oplyse om hvert enkelt ledelsesmedlems aflønning, jf.

78. Lønniveauet for topledere i Danmark er steget betydeligt i de senere år, ikke mindst i selskaber, hvor det er relevant at sammenligne mod – eller tiltrække – udenlandske kandidater fra lande, f.eks. UK og USA, hvor ledelseslønnene er af en helt anden størrelsesorden end tidligere kendt i Danmark. Årlige lønninger i størrelsesordenen 50 mio. kr. ses nu i Danmark. Se bl.a. direktørerne i Carlsberg (52,5 mio. kr.), TDC (48 mio. kr.), Danfoss (45 mio. kr.), Novo Nordisk (41,3 mio. kr.) og A.P. Møller Mærsk (31 mio. kr.). Se nærmere om lønnen til topledere i de 100 største selskaber i Økonomisk Ugeblads årlige kartlegning 2019. Blandt de fem nævnte er lønnen i 2020 faldet i Carlsberg som en konsekvens af coronapandemien og mindsket salg.

hjemmeside, jf. § 139 b, stk. 6.

Beslutningen om aflønning af bestyrelsen er et generalforsamlinguanliggende. International taler man om *say-on-pay*-regler. Danmark var et af de første europæiske lande, som indførte sådanne regler. Til hjælp for forberedelsen kan der nedsettes et vederlagsudvalg, som kan vurdere såvel størrelsen som den rette sammensætning af lønnen. Se om vederlagsudvalgets arbejde Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3.4.5.

SL § 139 b fastsætter kravene til vederlagsrapporten. Aktieselskaber, der har udarbejdet en vederlagspolitik jf. § 139, skal udarbejde en klar og forståelig vederlagsrapport, som giver et samlet overblik over den aflønning, som de enkelte ledelsesmedlemmer, herunder nye og tidlige, er tildelt i løbet af eller har til gode for det seneste regnskabsår. Anbefalingerne anbefaler tillige alle goder unnet form.

Der har tidligere været kritik af, at det ikke har været muligt at se de enkelte ledelsesmedlemmers løn, men kun ledelsens samlede løn. Dette er ændret med bestemmelserne i § 139 b.

Indholdet i vederlagsrapporten fremgår af § 139 b, stk. 3, nr. 1-6. I kort form drejer det sig om følgende oplysninger: (1) den samlede aflønning fordelt på komponenter, den faste og variable aflønning forholdsressige andel og aflønningens bidrag til aktieselskabets langsigtede resultater, (2) den årlige ændring i aflønningen, i aktieselskabets resultater og i forhold til den gennemsnitlige aflønning af ansatte i selskabet, (3) enhver form for aflønning fra virksomheder i samme koncern, (4) antallet af aktier, tildelte eller tilbudte aktieoptioner og betingelserne for udnyttelsen af rettighederne, (5) oplysninger om brug af muligheden for at tilbagekneve variabel aflønning og (6) oplysning om muligheden for at afvige fra proceduren for og gennemførelsen af vederlagspolitikken.

Aktieselskabets centrale ledelsesorgan (bestyrelsen) har ansvaret for at udarbejde og offentliggøre vederlagsrapporten, jf. SL § 139 b, stk. 2. Rapporten skal godkendes på den årlige generalforsamling, men afstemningen er alene vejledende. Aktieselskabet skal i vederlagsrapporten for det efterfølgende regnskabsår forklare, hvordan der er taget hensyn til resultatet af generalforsamlingens afstemning, jf. SL § 139 b, stk. 4.

Endelig skal vederlagsrapporten hurtigst muligt efter generalforsamlingens afholdelse offentliggøres vederlagsrapporten på aktieselskabets hjemmeside, jf. SL § 139 b, stk. 6.

Samlet set giver oplysningskravene i SL § 139 b såvel selskabets aktionærer som offentligheden mulighed for at vurdere alle aflønningselementer i berørtede selskaber.

Erlvervsstyrelsen har udarbejdet en detaljeret og eksemplificeret vejledning om »Selskabslovens krav til børsmøterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport» – senest version 2.0, opdateret 27. november 2020.

Reglene om vederlagsrapport supplerer de oplysningskrav, der gælder for ledelsesmedlemmer efter ARL §§ 98 b, 106 og 126, stk. 2, samt IFRS-standarderne.

En ledelses lønpakke kan bl.a. indeholde aftaler om en særlig bonus eller honorer i forbindelse med en overtagelse af selskabet. En særlig regulering af sådanne aftaler er gennemført i ikkeoverbekendtgørelsens § 19. Tilbudsgiveren må efter disse regler ikke indgå aftaler eller foretage ændringer i bestående aftaler om bonus eller lignende ydelser til målselskabets ledelse fra det tidspunkt, hvor der indledes forhandlinger om overtagelsen. Se også om disse regler nedenfor i kap. 16.8.

Direktørens vederlag kan være vedtagtbestemt, men er typisk fastsat i direktørkontrakten, som forhandles med bestyrelsen. Findes der et vederlagsudvalg, kan dette (også) tage stilling til direktionens afgang. Bestyrelsesvederlag kan fastsættes år for år af generalforsamlingen. Det kan i så tilfælde fastsættes fri. Tidligere skulle reglene om bestyrelsens tantieme fastsættes i vedtegterne. Dette krav er ophævet, men der er intet i vejen for at fastsætte reglerne for bestyrelsesvederlag i vedtegterne. Se f.eks. vedtegternes formulering i U 1996.1619 H »Bestyrelsesmedlemmene oppebærer et årligt honorar, der fastsættes af generalforsamlingen». Uden særlig aftale har bestyrelsen ikke krav på honorar, jf. herved U 1958.574 H, U 1996.1619 H samt U 2002.686 Ø. Om vederlaget ved fratræden fra bestyrelsen se foran i kap. 9.3.1.1.

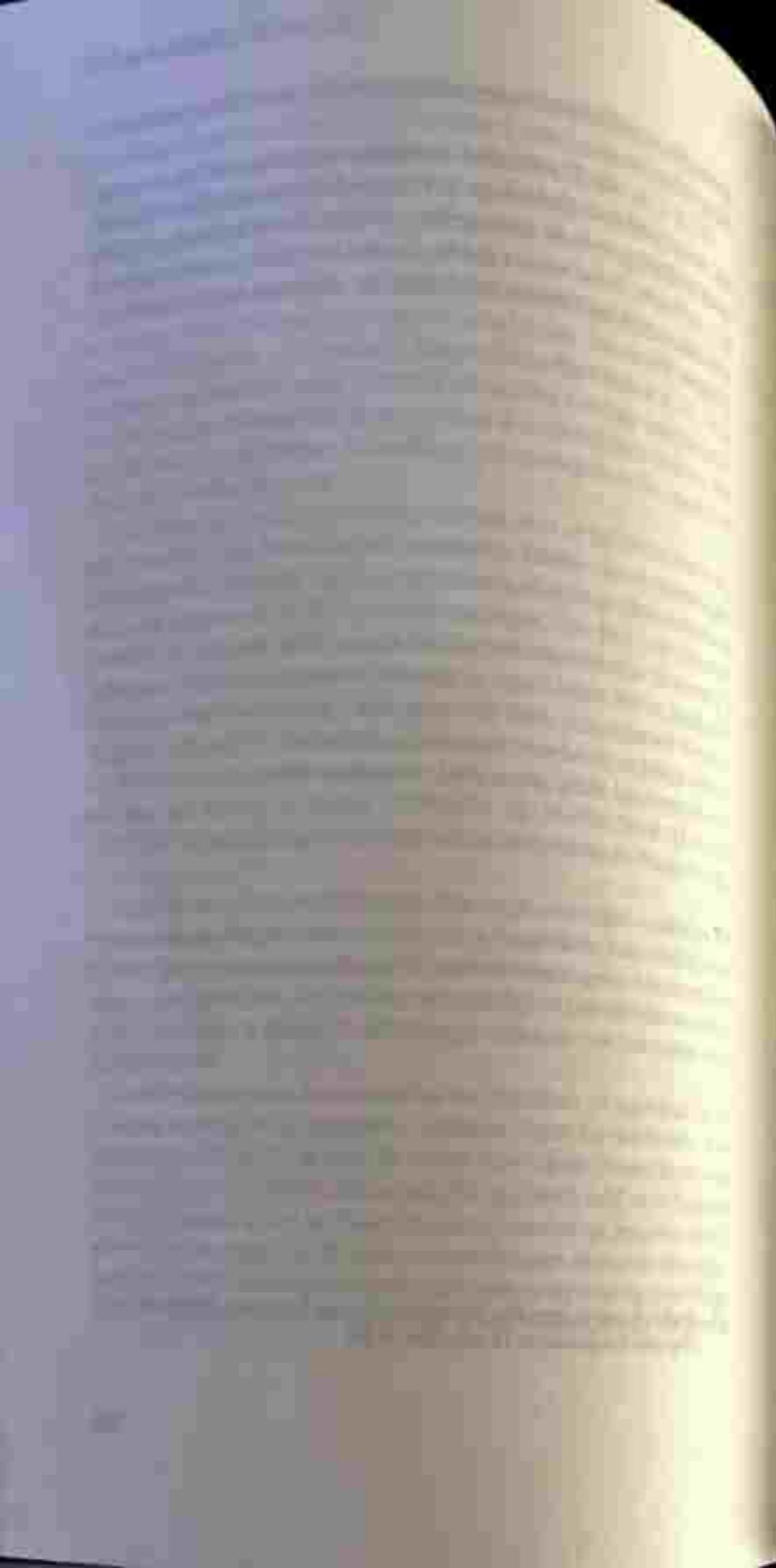
Kravet på den variable lønandel opstår efter nogle ordninger – således de typiske tantiemeordninger – først endeligt, når det regnskab, som skal danne grundlag for beregningen, er godkendt af generalforsamlingen. Acontoudbetalinger, som holdes inden for, hvad der med rimelighed kan forventes udbetalt efter ordningen, er lovlige. Forudbetalinger herudover må betragtes som iller efter SL § 210.

Såvel direktionens som bestyrelsens løn bør fastsættes af selskabet efter selskabets vurdering af de pågældende personers værdi for selskabet. Bestemmelserne i SL §§ 139 og fulgende ændrer ikke i dette. Bestemmelserne øger aktionærernes (og offentlighedens) indsigt i og kontrol med vederlagenes størrelse og beregning, men indeholder ikke størrelsemæssige begrænsninger ud over hvad der ligger i § 138. Bestyrelsesmedlemmer skal som udgangspunkt have samme honorar, men forskelle i arbejdets art og omfang kan tilsi andet. Bestyrelsesformanden får således ofte et større honorar end de øvrige

bestyrelsesmedlemmer. Se herved også nedenfor i kap. 10 om medarbejdere i bestyrelsen.

SL § 138, stk. 2, indeholder en objektiv omstændelsesregel for den situation, hvor selskabet går konkurs. Ledelsen skal ifølge reglen tilbagebetale variabelt vederlag, som de har oppebåret i de sidste fem år før fristdagen, jf. KL § 1, stlv om de har været i god tro, forudsat at selskabet var insolvent, da det variable vederlag blev fastsat. Reglen har, så vidt ses, ikke været anvendt i praksis.<sup>79</sup>

79. Reglen er nævnt, men ikke kommenteret hos *Lars Lindencrone Pedersen og Anders Ørgaard, Konkursloven 14. udg., 2018*, p. 558.



## Medarbejderne og selskabet

### 10.1. Forskellige regelsæt regulerer medarbejdernes stilling

Ei skine- eller anpartsselskab er ikke – alene – et selskab, som »har til formål at indvinde økonomisk udbytte til fordeling blandt deltagerne«, således som AL 1930 § 1 angav. Selskabet kan også beskrives som en organisation, i hvilken arbejde og kapital samarbejder i egen og samfundets interesse.<sup>1</sup> I corporate governance sammenhæng udtrykkes dette i den såkaldte stakeholder-teori. Medarbejderne er (en af) selskabets vigtigste stakeholders.

Det juridiske regelsæt, der fastlægger medarbejdernes stilling, opdeles i Danmark traditionelt i regler, der henføres til den kollektive arbejdsret og til selskabsretten. Bemærkningerne mellem de to juridiske discipliner er imidlertid blevet flere og opdelingen mindre skarp. Medarbejdernes stilling i selskaberne er en funktion af udviklinger såvel inden for arbejdsrettens som selskabsrettens område. Nagleord er *information* og *medindflydelse*. Medarbejdernes sikres ad forskellige veje information om virksomhedens forhold og indflydelse på virksomhedens beslutninger. Det retlige grundlag herfor er dels de kollektive overenskomster mellem arbejdsmarkedets organisationer, dels selskabsloven og visse andre love.<sup>2</sup>

I hovedaftalen af 1973 mellem DA og Fagbevægelsens hovedorganisation (FH, tidligere LO) som revideret i 1993 anfører § 4, at »arbejdsgiveren

1. J.E. allerede *Bulletin Supplement* 8/75: Medindflydelse og selskabsstruktur, p. 36, jf. *Bulletin Supplement* 6/83, sml. også *Gomard* i *Festskrift til Rodhe*, 1976, p. 136 f. Se *Debatopslagget om Aktivt Ejerskab*, 1999, p. 15, samt senest *Anbefalinger for god Selskabsledelse*, 2020, indledningsvist samt punkt 1.4 og i det hele foran i kap. 2 om selskabets målsætning.
2. Sml. herved f.eks. *Ruth Nielsen*, *Dansk Arbejdsret*, 4. udg., 2020, hvis kapitel 5 har overskriften *Ledelsesret og samarbejde*. I kapitlet gennemgås, foruden reglerne om arbejdsgiverenes ledelsesret, EU-regler om information og høring af arbejdstager, reglerne om tillidsmuend, sikkerhedsorganisation, samarbejdsudvalg og reglerne om selskabrepræsentation.

## Kapitel 10. Medarbejderne og selskabet

udenfor ledelsesretten i overensstemmelse med de i de kollektive overenskomster indeholdte bestemmelser og i samarbejde med arbejdstagerne og deres tillidsrepræsentanter i henhold til de mellem Landsorganisationen i Danmark og Dansk Arbejdsgiversforening til enhver tid gældende aftaler. De kollektive overenskomster, der er indgået mellem lønmodtager- og arbejdsgiverorganisationer, angår naturligvis især de ansattes arbejdsbetingelser med hensyn til løn og arbejdsvilkår, men kan derudover også angå forhold, som vedrører tilrettelæggelse af produktion og ledelse, f.eks. om rationalisering, samarbejdsvilkår m.v.<sup>3</sup> Hovedaftalens formulering om udevalse af ledelsesretten i samarbejde med arbejdstagerne er et udtryk for arbejdstagernes medindflydelse og forstås som en henvisning til den mellem LO og DA indgåede *samarbejdsaftale*.<sup>4</sup> Ifølge samarbejdsaftalen skal der på virksomheder, som beskæftiger 35 arbejdere og derover, oprettes *samarbejdsudvalg*, hvis arbejdsgiveren eller et flertal blandt arbejdstagerne foreslår det. Samarbejdsaftalen pålægger virksomheden informationspligt over for de ansatte vedrørende virksomhedens forhold. Den giver derudover regler om medbestemmelse vedrørende principperne for tilrettelæggelse af de lokale arbejds-, sikkerheds- og velfærdsforhold m.m. og om medindflydelse. Disse begreber har en specifik betydning i denne sammenhæng. Begreberne var nærmere defineret i LO's og DA's fælleskommentarer til samarbejdsaftalen af 1970. Medbestemmelse skulle forstås som en forpligtigelse til at tilstræbe enighed om de pågældende forhold og til at overholde retningslinjer, hvorom enighed foreligger. Medindflydelse som en ret til at fremkomme med synspunkter og forslag, der indgår i grundlaget for ledelsens beslutninger.<sup>5</sup> Den seneste samarbejdsaftale er fra 2006. Samarbejdsaftalen suppleres af loven af 2.5. 2005 om information og høring af lønmodtagere, som sammen med samarbejdsaftalen implementerer EU's direktiv 2002/14/EF om information og høring af arbejdstagerne. Loven forpligter virksomheden til at informere lønmodtagerne om virksomhedens udvikling, beskæftigelsesforhold og virksomhedens beslutninger. Lønmodtagerne har ret til at blive hørt om disse forhold, men denne høringspligt indskrænker

3. Jf. nærmere Hasselbalch, Kollektivarbejdsretten, 1999, p. 175 f.

4. Se om samarbejdsaftalen f.eks. Ruth Nielsen, Dansk Arbejdssret, 4. udg., 2020, kap. 8.

5. Uden for organisationsområdet findes regler om medbestemmelse i arbejdsmiljøloven. Lovbkg. nr. 674 af 25. maj 2020 om samarbejde om sikkerhed og sundhed. Lovens § 5 siger overordnet at »Sikkerheds- og sundhedsarbejdet i den enkelte virksomhed varetages gennem samarbejde mellem arbejdsgiveren, arbejdsslederen og de ansatte». Lovens §§ 6 og følgende foreskriver oprettelse af en arbejdsmiljøorganisation til at forestå dette samarbejde.

## 10.1. Forskellige regelsæt regulerer medarbejdernes stilling

ikke arbejdsgiverens beføjelser (ledelsesret). Reglerne tilsigter at skabe en generel ramme for dialog og udveksling af synspunkter mellem arbejdsgiver og arbejdstagerrepræsentanter.

På grundlag af EU-direktiv 2009/38/EU er der vedtaget lovgivning om europeiske samarbejdsudvalg. Den gældende lov bkg. nr. 1143 af 14. september 2018. Ifølge loven kan de ansatte kræve oprettet samarbejdsudvalg i mindst 150 ansatte i mindst to virksomheder i mindst to lande. Hensigten med loven er at sikre, at lønmodtagerne i multinationale selskaber får samme information og muligheder for at blive hørt om koncernens forhold. Et europæisk samarbejdsudvalg er et udvalg, som alene består af lønmodtagerrepræsentanter, som får ret til at mødes med koncernledelsen. De er således ikke et direkte modstykke til de danske samarbejdsudvalg, hvor både ledelsen og de ansatte er medlemmer. Nedstilling af et europæisk samarbejdsudvalg kan ske efter ønske fra den centrale ledelse, men er påkrævet, hvis medarbejderne selv tager initiativ, jf. lovens § 10. Det står frit for ledelsen og medarbejderne at aftale en anden form for informations- eller høringsprocedure i stedet for et samarbejdsudvalg, ligesom et samarbejdsudvalgs sammensætning og beføjelser kan fastlægges ved aftale.<sup>6</sup>

De kollektive overenskomster indeholder endvidere regler om *tillidsmand*, arbejdstagere, som vælges til at varetage kollegernes interesser over for arbejdsgiveren, og som samtidig er de stedlige repræsentanter for arbejdstagterorganisationen.<sup>7</sup> Tillidsmanden er født medlem af samarbejdsudvalget og er samtidig ofte valgt som medarbejderrepræsentant i selskabets bestyrelse.

En orienteringspligt over for de ansatte og en betinget forhandlingspligt gælder efter loven om lønmodtageres retsstilling ved virksomhedsoverdragelse, jf. lov bkg. nr. 710 af 20. august 2002 med senere ændringer.<sup>8</sup> Efter lovens §§ 5 og 6 skal der ved overdragelse af en virksomhed eller en del heraf gives orientering til lønmodtagerne om overdragelsens baggrund og følger samt om eventuelle foranstaltninger for lønmodtagerne i forbindelse med overdragelsen. Disse bestemmelser har dog ikke fået den store betydning. De

6. Se om europeiske samarbejdsudvalg nærmere *Benedicte Schaltz og Susanne Christensen* i U 1999B, p. 281 f. og *Ruth Nielsen* a.s.
7. Jf. om tillidsmand nærmere *Ole Hasselbalch*, *Tillidsmandsret og repræsentation*, 2013.
8. Jf. nærmere om loven bl.a. *Lars Svenning Andersen m.fl.*, *Lov om lønmodtageres retsstilling ved virksomhedsoverdragelse*, 5. udg., 2009, og *Ruth Nielsen* a.s.

## Kapitel 10. Medarbejderne og selskabet

fløste droftelser finder sted i samarbejdsudvalgene.<sup>9</sup> Hovedbestemmelser i loven er § 2, hvorefter erhververen af en virksomhed umiddelbart indtræder i rettigheder og forpligtelser ifølge kollektive overenskomster og aftaler, bestemmelser om løn- og arbejdsforhold. Afskedigelser på grund af virksomhedsoverdragelser anses ikke i sig selv for rimeligt begrundet i virksomheds forhold, og lønmodtagerrepræsentanter, herunder bestyrelsesrepræsentanter, bevarer deres retsstilling, jf. nærmere §§ 3 og 4.

Repræsentationsordningen i selskabernes øverste ledelsesorgan i henhold til SL § 140 indeholder et samvirke af anden art end ordningerne efter det arbejdsretlige system. Det er her ikke tale om partsrepræsentation af arbejdsterinteresser, som skal søges fremmet, men om deltagelse i et samarbejde om ledelsen af selskabet med samme ansvar og samme pligter over for selskabet som den øvrige ledelse. Til gengæld er der ikke tale om den særlige form for medbestemmelse, som samarbejdsudvalgene er udtryk for, men om rolig medbestemmelse på det niveau af beslutningspyramiden, som udgøres af det øverste ledelsesorgan. Det er ikke organisationsarbejde, men umiddelbar medbestemmelse og medansvar på decentralt plan. I nogle lande har fagorganisationerne modsat sig denne form for medindflydelse og medansvar. Vanlighederne med at få vedtaget det ferme selskabsdirektiv stammer således i høj grad fra Englands vedholdende modstand mod at regulere medarbejderindflydelsen på et selskabstligt niveau.<sup>10</sup> I Danmark blev repræsentationsordningen, både den oprindelige og navnlig udvidelsen i 1980, gennemført af en socialdemokratisk regering og med organisationernes støtte. Den har over tid opnået bred opbakning. Dette kommer til udtryk ved at repræsentationsordningen med ganske få ændringer er videreført i selskabsloven. I lighed med en række andre regler i selskabsloven er ordningen dog gjort mere fleksibel. En række af de konkrete regler om ordningens indhold kan således fraviges i enighed mellem ledelse og medarbejdere. Hvis en sådan enighed ikke pånås, falder man tilbage på de eksisterende regler.

En anden facet af medarbejdernes interesse i virksomhederne udgøres af selskabslovenes udvikling med hensyn til medarbejdernes delagtiggørelse i selskabets økonomiske resultater og, dermed sammenhængende, medarbejdernes deltagelse som kapital ejere. Sideløbende med reglerne om indflydelse i ledelsesplan er successivt gennemført bestemmelser, som tilskynder selskaberne til at give medarbejderne andel i selskabets resultat gennem udstede af medarbejderaktier i henhold til SL § 162, stk. 4, og de dertil knyttede

Jf. herved Lars Svanning Andersen m.fl. a.o. p. 286.

Jf. f.eks. nærmere Karsten Engsgård Sørensen i Selskabers Organisation, 1997, p. 91 ff., 122 f.

stutteregler samt til at gennemføre udbyttedelingsordninger i henhold til SL § 107, stk. 2, nr. 1. Se også om fravigelse af forlegningsretten til fordel for medarbejderne efter SL § 162, stk. 4, jf. nærmere herom nedenfor i afsnit 10.2.6. Mere og mere almindeligt bliver det også at knytte (ledende) medarbejdere nærmere til selskabet gennem forskellige former for aktieaflanning, jf. herom foran i kap. 7.3 og nedenfor i afsnit 10.2.6.

Som kapitalejere har medarbejderne selv sagt en stilling i selskabet, som adskiller sig fra arbejdstagerrollen. Man kan sige, at der til en vis grad er tale om demokratisering af ejendomsret og indflydelse, men af en model, som har et andet udgangspunkt end den ideologi, som i hvert fald oprindeligt lå bag de øvrige ordninger.

## 10.2. Repræsentation i det øverste ledelsesorgan

### 10.2.1. Formålet: kommunikation og indflydelse på øverste ledelsesniveau

Den selskabsretlige repræsentationsordning sikrer, sagde motiverne til 1973-lovene, »at arbejdstagene får indflydelse på og en mere omfattende indsigt med selskabets daglige ledelse, uden at man besværer selskabets daglige drift med oprettelse af nye selskabsorganer«.<sup>11</sup> Formuleringen »indsigt med« peger alene på information rettet mod arbejdstagersiden. Et mere virksomhedsorienteret syn peger på, at informationen også skal gå den anden vej, fra arbejdstagere til ledelsen, til forbedring af ledelsens beslutningsgrundlag og til gavn for det almindelige samarbejde mellem arbejdstagere og ledelse.<sup>12</sup> Ordet *kommunikation* dækker bedre disse forhold. Det er en udbredt opfattelse, at repræsentationsordningen i praksis har medført en øget kommunikation mellem ledelsen og de ansatte og dermed har haft en positiv betydning såvel for virksomheden som for de ansatte.<sup>13</sup> Hvad angår karakteren af den »indflydelsenvirksomheden som for de ansatte«<sup>14</sup>

11. FT 1972-73 Tillæg A sp. 4481.

12. Sml. således handelsministerens (Erling Jensens) bemærkninger ved forslagernes fremsættelse om forslagene om medarbejderrepræsentation, som »bygger på de fælles interesser og den dialog, der følgelig bør være mellem arbejdstagere og arbejdsgivere. Citatet udtrykker – med en nutidig terminologi – en *stakeholder*-orientering med henblik til, hvad der er selskabets målsætning, men falder i øvrigt godt i tråd med moderne corporate governance-tankegang.«

13. Jf. herved H.H. Larsen m.fl., Samarbejde og indflydelse i danske virksomheder, København 1981, jf. også Ann Westenholz, Magt og indflydelse i bestyrelser, København 1978, samt Knud Øvers, Medarbejder i bestyrelsen, 1990. En empirisk analyse af Søren Christensen & Ann Westenholz (red.), 1999, sammenfattede medarbejdernes

## Kapitel 10. Medarbejderne og selskabet

sen, som motiverne taler om, er det givet, at ordningen giver mulighed for »medindflydelse« i den forstand, som samarbejdsaftalen definerer dette begreb, dvs. at medarbejderne gives muligheder for at fremsette synspunkter og forslag, som indgår i grundlaget for ledelsens beslutninger. Det er videre tilfælde om *medbestemmelse* i den forstand, at medarbejderne deltager i det øverste ledelsesorgans arbejde og beslutninger på lige fod med de generalforsamningsvalgte medlemmer med den vægt, antallet af stemmer betinger.<sup>14</sup> Efter udvidelsen af antallet til en tredjedel er det i højere grad end tidligere begunstigt at tale om reel medbestemmelse for de ansatte.

Medarbejderrepræsentationen er på det øverste ledelssniveau, dvs. i bestyrelsen eller – efter selskabslovens vedtagelse – tilsynsrådet, jf. nedenfor. Det kan undre, at den kompetenceafgrænsning, som selskabsloven indeholder, og som dels er karakteriseret ved at være meget løs mht. bestyrelsens rolle i selskabet og dels ved at forbeholde en nække fundamentale, og for med-

position i selskaberne på grundlag af reglerne om medarbejderrepræsentation, sammeudvalg og tillidsmandssystemet i bogens titel »Medarbejdervalgte i danske virksomheder. Fra lønarbejder til børger i virksomhedsamfundet«. Analysens konklusion er, at medarbejderrepræsentanterne gradvist har accepteret det samme perspektiv på bestyrelsесbeslutninger som deres kolleger, der repræsenterer kapitalen. Denne udvikling hænger utvivlsomt sammen med den måde, som den danske repræsentationsordning er opbygget på, jf. ovenfor i teksten. En nyere empirisk analyse af de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmers rolle i danske selskaber er offentliggjort i Casper Rose og Hans Kurt Krist, *Medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. En udforelse for dansk Selskabsledelse*, 2006. Som undertitlen angiver, har undersøgelsen et corporate governance-perspektiv. Undersøgelsen fokuserer på den indflydelse, som medarbejderne giver udtryk for at have på bestyrelsens beslutninger og på medarbejdernes vægtning af shareholder/stakeholder-synspunktet på ledelsen. Se også Lars Lindecrone Petersen og Peer Schoumburg-Müller, *Medarbejderrepræsentation*, 2015.

Andre landes repræsentationsordning er væsentlig anderledes end den danske og i flere henseender mindre vellykket, jf. herved Paul Krüger Andersen i Theodor Baum, Peter Ulmer (Hrsg.) i Beibeste 72 der ZHR 2004 Employees' Co-Determination in the Member States of the European Union p. 11 ff. Sml. herved bl.a. Martin Hennslers indlæg p. 133 ff. om problemerne med den tyske medbestemmelsesmodel. Se endvidere om medarbejderindflydelse fra en international vinkel Henry Harman og Reiner Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, afsnit III, 2 om The Labor-Oriented Model, p. 444 ff., Georgetown Law Journal Volume 89 2000-2001. Sml. således Gomard i Festskrift til Rohde, 1976, p. 139 ff., hvor repræsentationsordningen konsekvent benævnes »medbestemmelsesordning«. Hverken her eller ved lovforslagenes fremsættelse bruges begreberne præcist. Den folketingsbeslutning nr. B 12 af 21. december 1979, hvorpå udvidelsen i 1980 hvilede, var en beslutning om »medbestemmelse for lønmodtagernes«. Ved foelslagenes fremsættelse talte handelsministeren om »en yderligere sikring af arbejdstagernes ret til medindflydelse på virksomheden«. FT 1979-80, Tillæg A, sp. 4499.

medarbejdernes afgørende, beslutninger for generalforsamlingen, i første omgang ikke har været mere til debat i forbindelse med repræsentationsordningens gennemførelse.

Moderniseringsudvalget har dog overvejet repræsentationsordningen.<sup>15</sup> Udvalget nåede frem til, at det ville være mest hensigtsmæssigt i store linjer at bevare de gældende regler med visse forenklinger samt mulighed for at frøvige visse af reglerne, hvis der er enighed mellem ledelse og medarbejdere. Dette gælder således en række procedurerregler.

En særlig konsekvens for repræsentationsordningen er en følge af de udvidede muligheder for at vælge ledelsesmodel. Hvis selskabet vælger en model med en direktion og et tilsynsråd, har medarbejdernes ret til repræsentation i tilsynsrådet.<sup>16</sup> Dette indebærer en indskrænkning af medarbejdernes indflydelsesområde, jf. straks nedenfor.

Den gældende ordning tillader efter omstændighederne, at bestyrelsen reduceres til et betydningsløst organ. Således er det ofte sådan i hovedaktionær-selskaber, hvor hovedaktionæren tillige er direktør, at bestyrelsen reelt ikke fungerer. Sammenhængende hermed er interessen for repræsentation i sådanne selskaber ofte ringe. Det samme gælder bestyrelsen i datterselskaber, som ofte er uden reel indflydelse i forhold til moderselskabet. Efter at reglerne om koncernrepræsentation er gennemført, er det sidstnævnte problem reduceret til de tilfælde, hvor der ikke er repræsentationsret, således bl.a. i forhold til udenlandske moderselskaber.

På den anden side ligger der for aktive medarbejderrepræsentanter betydelige muligheder for at aktivere bestyrelsen og trække sager og problemer ind til debat og afgørelse. Det er i betydelig grad op til medarbejdene selv, hvilken realitet der er i indflydelsen. I den forbindelse erindres, at SL §§ 123 og 125 indeholder et krav om, at beslutninger, som efter loven er henlagt til bestyrelse/tilsynsråd, skal træffes på bestyrelsesmøder/møder i tilsynsråd. (Det erindres ligeledes, at anpartsselskaber med medarbejderrepræsentation skal have en bestyrelse eller et tilsynsråd, jf. SL § 111, stk. 3). Medarbejdene kan vel ikke hindre, at der afholdes uformelle formøder af nogle medlemmer af

15. Jf. Moderniseringsbetænkningen 1498:2008 p. 350 f.

16. Jf. således bemærkningerne i FT 2012-13, Tillæg A, L 152 som fremsat, nr. 54 p. 52. Her understreges det, at den oprindelige affattelse af selskabslovens § 142 ved en fejl ikke tog højde for, at der ved loven var indført fleksibilitet i forhold til valg af ledelsesmodel, hvilket medførte, at medarbejderrepræsentanter ikke nødvendigvis var bestyrelsesmedlemmer, men at de også kunne være medlemmer af tilsynsrådet. § 142 er nu tilpasset, således at »bestyrelsesmedlemmer« er ændret til »medlemmer til selskabets øverste ledelsesorgane«.

det øverste ledelsesorgan, eller at der etableres udvalg til det øverste ledelsesorgans behandling af enkelte sager, men de kan kræve realitetsforhandling af tage med i bestyrelsen eller tilsynsrådet og modtætte sig ubestemte delegationer af beslutningskompetence f.eks. til et forretningsudvalg eller til en af de bestyrelseskomiteer, som bliver mere og mere almindelige.

Hvis selskabet har valgt en ledelsesmodel med en direktion og et tilsynsråd, jf. SL § 111, er medarbejdernes rolle begrænset i overensstemmelse med tilsynsrådets rolle, jf. § 116 (jf. herom foran i kap. 9). Det følger heraf, at medarbejderne ikke har del i »beslutningsdelen«, men alene »tilsynsdelen« af det hidtidige bestyrelsesarbejde. Moderniseringsudvalget var opmuntret om på, at medarbejderrepræsentanterne derved kommer længere væk fra de konkrete ledelsesmæssige beslutninger, men anfører heroverfor, at »Det har således næppe været hensigten med reglerne om medarbejderrepræsentation, at medarbejderne skulle deltage i den daglige drift af selskabet.<sup>17</sup> Uanset om dette måtte være rigtigt, er det imidlertid et faktum, at bestyrelsens kompetence efter den traditionelle danske ledelsesmodel ikke er begrænset, jf. i det hele foran i kap. 9 Medarbejderrepræsentanterne i bestyrelser deltager på lige fod med de øvrige bestyrelsesmedlemmer.

En af årsagerne til, at medarbejderrordningen har fungeret temmelig konfliktfri, er ordningens frivillige karakter. Repræsentation kræver en aktiv indsats fra medarbejdernes side, jf. nedenfor. Hvis ikke der er et ordentligt klima i virksomheden, eller medarbejderne ikke i øvrigt finder, at de kan få eller har interesse i at få indflydelse, fravælges ordningen. I gennemsnit er der kun repræsentation i 20 pct. af de selskaber, der opfylder betingelserne. Procenten stiger med størrelsen af selskabet. Selskaber med mere end 200 medarbejdere har 75 pct. repræsentation.<sup>18</sup> En anden årsag er utvivlsomt, at medarbejderne rekrutteres fra selskabet selv. Som beskrevet ovenfor etableres der dermed gennem årene et loyalitetsforhold til virksomheden, som er konflikt-dæmpende.

### 10.2.2. Repræsentationen

Reglerne om medarbejdernes repræsentationsret står i SL §§ 140-143 i kapitel 8 om medarbejderrepræsentation. Erhvervsstyrelsen har med hjemmel i SL § 143 udstedt bekendtgørelse nr. 344 af 30. marts 2012 om medarbejderrepræsentation i aktie- og anpartsselskaber. Erhvervsstyrelsen har tillige i de-

17. Moderniseringsbetænkningen p. 367.

18. Se Søren Christensen & Ann Westenholt a.st. p. 31.

## 10.2. Repræsentation i det øverste ledelsesorgan

center 2014 udarbejdet en vejledning om reglerne for medarbeiterrepræsentation (selskabers- og koncernrepræsentation) i Danmark. Selskabsloven indførte muligheden for, at ledelsen og medarbejderne i enighed kunne fravælge mange af de konkrete regler om medarbeiterrepræsentation. Det skete med henblik på at give selskaberne mest mulig fleksibilitet. Hvis der ikke kan opnås enighed om fravigelse, falder man tilbage på de eksisterende regler.<sup>19</sup> I forbindelse med revisionen af selskabsloven i 2013 præciseredes det i § 143, nr. 4, at de konkrete regler omfatter etablering af frivillige ordninger om medarbeiterrepræsentation og det centrale ledelsesorgan's adgang til at ændre kapitalselskabets vedtægter som følge heraf. På den baggrund er reglerne i bekendtgørelsen i vid udstrækning gjort deklaratoriske.<sup>20</sup>

Reglerne om selskabsrepræsentation giver medarbejdere i selskaber, der i de sidste tre år har beskæftiget gennemsnitligt mindst 35 medarbejdere, ret til at vælge et antal medlemmer til selskabets øverste ledelsesorgan og suppleranter for disse svarende til halvdelen af de øvrige ledelsesmedlemmer, jf. SL § 140. Ved en medarbejder forstås enhver person over 15 år, der for et selskab udfører arbejde som lønmodtager, medmindre den pågældende er anmeldt til Erhvervsstyrelsen som medlem af direktionen, jf. bekendtgørelsens § 2, stk. 2. Hvis det antal medlemmer, der skal vælges, ikke udgør et helt tal, skal der afrundes opad. Hvis et selskab ønsker, at det øverste ledelsesorgan skal bestå af et ulige antal medlemmer, og at det sker uden at »forlænge et halvt mandat væk, bliver minimumsledelsen således på i alt ni medlemmer. Repræsentanterne vælges blandt selskabets arbejdstagere. Dette er et udtryk for den danske ordnings »nerdemonstriske« sigte.<sup>21</sup>

Kravet om tre års beskæftigelse indebærer for nye selskaber, at repræsentationsordningen først træder i kraft efter tre år. For fusionerede eller spaltede selskaber har Erhvervsstyrelsen mulighed for at fravige 3-års-reglen, jf. bekendtgørelsens § 56. Erhvervsstyrelsen har udgivet en særlig vejledning om

19. If. FT 2008-09, Tillæg A, L-170 som fremsat, p. 5372.
20. Jf. bemærkningerne til lovforslaget, FT 2012-13, Tillæg A, L 152 som fremsat, p. 52, til nr. 55. Se om frivillige ordninger nærmere bekendtgørelsens § 24, jf. nedenfor i punkt 10.2.4.
21. Sml. heroverfor den svenske ordning, hvor det er de lokale arbejdstagervejledninger, der kan kreve, at der skal være repræsentation, og som udpeger bestyrelsesrepræsentanterne, og uden at disse obligatorisk skal tages blandt virksomhedens ansatte. Den svenske repræsentationsordning er ikke fastsat i ABL, men i en særlig lov om styrelsesrepræsentation for de ansatte (1987:1245). Se om den svenske ordning *Anders Victorin* i det ovenfor i note 13 nævnte Beihefte ZHR p. 125 f., samt *Kristian Moberg*, Anställda i styrelsen, 1988.

medarbejderrepræsentation i forbindelse med omstrukturering af selskaber marts 2011.

Ved U 1985.965 V blev det statueret, at ansættelsetiden i et selskab i betalingsstandsning kunne medregnes i et tilfælde, hvor virksomheden som bedrift blev overtaget af et nystiftet aktieselskab. Et modsat resultat kunne ikke sluttet af, at virksomhedsoverdragelsesloven ikke omfatter medarbejdervælgte bestyrelsesmedlemmer.<sup>22</sup>

Hvis antallet af beskæftigede falder til under lovens grænse, ophører retten til repræsentation. De allerede valgte medlemmer af det øverste ledelsesorgan bevarer dog deres post for hele valgperioden, jf. bekendtgørelsens § 22, stk. 1. En ordning om koncernrepræsentation ophører derimod umiddelbart, hvis der ikke længere foreligger en koncern, jf. bekendtgørelsens § 22, nr. 3.

Gennemførelse af repræsentation krever initiativ og en positiv beslutning af arbejdstagerne i selskabet. Arbejdstagerne kan indledningsvis kræve afholdt afstemning blandt disse, om der ønskes repræsentation, jf. nærmere bekendtgørelsens § 25. Bekendtgørelsens kapitel 4 indeholder de detaljerede regler om fremgangsmåden ved denne afstemning. Beslutning om repræsentation krever, at mindst halvdelen af medarbejderne stemmer herfor, jf. SL § 142. Hvis udfaldet er positivt, skal der gennemføres et valg efter reglerne i bekendtgørelsens kap. 5. Er udfaldet negativt, kan ny afstemning tidligt kræves efter seks måneders forløb, jf. bekendtgørelsens § 28.

Valget vedrørende selskabsrepræsentation ledes af særlige valgudvalg, jf. bekendtgørelsens § 29 og følgende. Valgudvalget opgør antallet af ledelsesmedlemmer, der skal vælges. Antallet af medlemmer i det øverste ledelsesorgan valgt af generalforsamlingen eller andre fremgår af selskabets vedtægter. Hvis disse blot angiver en ramme for antallet, er det konkrete antal afgørende for beregningen. Valgdatoen fastsættes af valgudvalget efter forhandling med det øverste ledelsesorgan, jf. § 39. Valget skal være gennemført inden 6 måneder efter, at beslutningen om selskabsrepræsentation er taget, jf. bekendtgørelsens § 37.

Valgret har enhver medarbejder, der er ansat i selskabet henholdsvis i et af koncernens datterselskaber såvel på tidspunktet for valglistens offentliggørelse som på valgets tidspunkt, jf. bekendtgørelsens § 15. De valgbare medar-

22. Tilsvarende antages, såfremt et nystiftet selskab overtager et andet *selskabs* aktiviteter og medarbejdere, jf. bekendtgørelsens § 56. Er der derimod tale om omdannelse af et personligt firma til kapitalselskab, beregnes fristen fra selskabets registrering. Kritisk hertil Schauburg-Müller/Werlauff, Kommentar, 3. udg., 2020, p. 882.

bejdere angives i bekendtgørelsens § 16, jf. § 2.<sup>23</sup> Valgbar er enhver medarbejder, der er myndig og har været ansat i selskabet eller i et koncernselskab; de sidste 12 måneder før valget, jf. bekendtgørelsens § 16, stk. 1 og 2. 12-månederskravet kan således opfyldes ved sammenlægning af ansættelserne i flere selskaber, såfremt disse selskaber er koncerns forbundne. Valgudvalget, henholdsvis koncernudvalget, kan i enighed beslutte, at en medarbejder er valgbar, selvom vedkommende ikke opfylder 12-månederskravet, jf. bekendtgørelsens § 16, stk. 4, ligesom Erhvervsstyrelsen har mulighed for at fravige reglen, når der fusioneres eller spaltes, jf. bekendtgørelsens § 56.

Enhver medarbejder kan foreslå kandidater til valget. For at valget kan afholdes, skal der så vidt muligt opstilles et antal kandidater, der mindst sværer til det antal medlemmer, der skal vælges. Opstilles et mindre antal, kan valget dog gennemføres med det opstillede antal, jf. bekendtgørelsens § 40, stk. 3. Kandidaterne opføres som udgangspunkt på én liste, således at de kandidater, der har fået flest stemmer, er valgt som medarbejderrepræsentanter, og de øvrige opstillede, der har fået mindst én stemme, bliver supplanter, jf. bekendtgørelsens § 40, stk. 5, og § 43, stk. 1. Hvis der kun opstilles det antal kandidater, der skal vælges, afholdes fredsvælg, jf. bekendtgørelsens § 40, stk. 2. Elvers foretages skriftlig (eller elektronisk) og hemmelig afstemning, jf. bekendtgørelsens § 42. Hver medarbejder kan afgive et antal stemmer, der sværer til halvdelen af antallet af de medlemmer henholdsvis supplanter, der skal vælges. Der kan kun afgives en stemme på hver kandidat. Disse valgregler sikrer en minoritetsbeskyttelse, således at et flertal af arbejdstagerne ikke kan besætte samtlige pladser i det øverste ledelsesorgan. Dette har betydning i selskaber, hvor medarbejderne ikke er en homogen gruppe, men f.eks. er opdelt i en arbejder/funktionærgruppe.

Efter en tidligere ordning kunne arbejdstagerne afgive en stemme på henholdsvis et bestyrelsesmedlem og en suppleant. Denne ordning sikrede en minoritetsgruppe på en tredjedel + 1 en repræsentant ved valget af de to bestyrelsesmedlemmer. Efter den nu gældende ordning gælder det samme, hvis det antal medlemmer, der skal vælges, er et lige antal. Hvis antallet derimod

23. § 2 definerer medarbejderbegrebet. Som medarbejdere regnes også ansatte på et selskabet registreret skib i et EU/EØS-land og på en del af kontinentsolden, der tilhører et EU/EØS-land. Tillige medarbejdere i filialer i et EU/EØS-land samt, i koncernet, medarbejdere i moderenselskabet, dets danskregistrerede datterselskaber samt medarbejdere i et selskabs eller datterselskabs udenlandske filialer i et EU/EØS-land.

er ulige, skal mindretallet udgøre fra  $2/5 + 1$  ved valg af tre repræsentanter til  $4/11 + 1$  ved valg af 7 medlemmer for at sikre valg af en repræsentant.<sup>24</sup>

Valgperioden for de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer er 4 år, jf. bekendtgørelsens § 19. Valgperioden var tidligere 2 år, men blev udvidet for at give de valgte medarbejdere bedre muligheder for at opnå tilstrækkelig kendskab til selskabets forhold og erfaring i bestyrelsesarbejde. Genvalg kan ske.

Reglerne om *koncernrepræsentation* adskiller sig på flere punkter fra reglerne om selskabsrepræsentation. Reglerne, der findes i SL § 141, giver ret til at vælge et antal medlemmer af moderselskabets bestyrelse blandt alle koncernens medarbejdere. Det er kun repræsentationsret i koncerne, der opfylder definitionen i SL §§ 6 og 7. Hvis et af koncernselskaberne allerede ved koncernens etablering opfylder kravet om at have haft 35 medarbejdere i 3 år, kan der fremsættes krav om koncernrepræsentation med det samme, ellers må der gå 3 år fra koncernetableringen, før kravet kan fremsættes, jf. bekendtgørelsens § 1.

Repræsentationsretten gælder umiddelbart kun for danske selskaber i koncernen. Medarbejdere i udenlandske datterselskaber kan således ikke automatisk vælge repræsentanter i danske moderselskaber, lige så lidt som medarbejdere i danske selskaber kan vælge repræsentanter i udenlandske moderselskaber. I lyset af de internationale koncerners udbredelse er denne begrænsning blevet mere og mere anakronistisk.<sup>25</sup> I erkendelse heraf giver SL § 141, stk. 3, generalforsamlingen i et dansk moderselskab adgang til at beslutte, at medarbejdere i et eller flere udenlandske datterselskaber kan indgå i kredsen af valgbare og stemmeberettigede. Medarbejdere i danske datter-

24. Ved valg af 7 arbejdsmødrerepræsentanter kan en mindretalsgruppe på 36 % altså ikke med sikkerhed besætte en plads ud af syv. Hvis det tidligere princip var fastholdt, skulle der kun 13 % til for at sikre repræsentation i denne situation. Det er således lidt flot, når det i forarbejderne anføres, at den ændrede valgmetode sikrer omrent samme mindretalsbeskyttelse som den tidligere gældende valgmetode »dog med mindre afvigelser afhængig af hvor mange medlemmer, der skal vælges«, jf. således ministerens bemerkning i FT 1979-80 tillæg B sp. 1479. Jf. også *Merete Rasmussen og Jytte Heje Mikkelsen* i U 1981B, p. 73.
25. Der er således rejst spørgsmål, om denne afgrænsning strider mod EU's etableringsregler. *Ruth Nielsen* anså dog reglerne for lovlige »På EF-retterns nuværende udviklingstrin«, jf. Koncernarbejdaret, 1991, p. 222. Se også kritisk *Schaumburg-Müller/Werlauff*, Kommentar, 3. udg., 2020, p. 893, jf. herved også *Peter Ulmer* (Hrsg.), *Unternehmens-Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Recht der EU-Mitgliedstaaten*, 2004, p. 177. Se om den generelle diskussion om selskabslovenes territoriale rækkevidde videre foran i kap. 4.2.

selskaber skal altid kunne vælge mindst 1 repræsentant eller – hvis de udgør mere end 10 procent af det samlede antal, der kan deltage i valget – mindst 2 repræsentanter.

Se om medarbejderbestemmelse ved grænseoverskridende fusioner og opslutninger SL §§ 311 og følgende samt § 318 om grænseoverskridende flytning og § 318 a om grænseoverskridende flytning af hjemsted. Fælles for disse regler er, at de beskytter medarbejdernes eksisterende rettigheder, jf. nedenfor i kap. 16.7.

Det samlede antal medarbejderrepræsentanter i et moderselskabs bestyrelse udgør halvdelen af de øvrige medlemmer, ligesom efter de almindelige regler om selskabsrepræsentation dog mindst 3 medlemmer. Hvis moderselskabet selvstændigt opfylder kravene for repræsentation, fordeles medlemmerne således, at to repræsentanter vælges af moderselskabets arbejdstagere blandt disse efter de almindelige regler, mens resten vælges blandt samtlige arbejdstagere, jf. SL § 141, stk. 2.

Beslutningen om, hvorvidt der skal være koncernrepræsentation, beror på arbejdstagernes i datterselskaberne, idet kun disse har ret til at kræve afstemningen herom, jf. bekendtgørelsens § 26, stk. 1. Derimod deltager ved selve valget også moderselskabets arbejdstagere, og også disse kan vælges som koncernrepræsentanter, jf. bekendtgørelsens §§ 15 og 16. En koncernrepræsentant i moderselskabet kan ikke samtidig være selskabsrepræsentant. Valget er som udgangspunkt direkte på samme måde som det almindelige valg til selskabsrepræsentation, men koncernvalgdvalget kan i enighed beslutte, at valget skal være indirekte. Valgretten udøves i så fald af et valgnandskollegium bestående af repræsentanter for de enkelte koncernselskaber, jf. nærmere bekendtgørelsens § 45.

For at sikre forholdsmaessig repræsentation tildeles repræsentanterne for hvert selskab fire stemmer for hver påbegyndt 35 arbejdstagere, jf. bekendtgørelsens § 46. Hvis en koncern består af flere moderselskaber, skal der afholdes valg til hvert moderselskabs bestyrelse, for så vidt de enkelte delkoncerne opfylder betingelserne for repræsentation. I et selskab, der er moderselskab i flere koncerne, afholdes valget af koncernrepræsentanter til dette moderselskabs bestyrelse i en samlet valghandling.

Valget afholdes i den koncern, som består af de fleste koncernselskaber, jf. bekendtgørelsens § 47.<sup>24</sup>

**10.2.3. Medarbejdernes ret til indsigt, hvis der ikke er repræsentation**  
Hvis medarbejdere ikke har ret til repræsentation eller ikke udnytter en dertil, får de naturligvis ikke den indsigt og indflydelse, som kan opnås ad denne vej. I det sidstnævnte tilfælde, hvor forudsætningerne for repræsentation er opfyldt, men hvor retten ikke er udnyttet, giver SL § 51, stk. 2, jf. bekendtgørelsens § 59 dog ret til indseende med ejerbogen. Retten udnyttes af en tillidsmand eller af en dertil valgt person, jf. bekendtgørelsens regler. Den samme regel gælder i forhold til SL § 55 vedrørende fortægningen over 5% kapitalejere, idet disse oplysninger efter SL § 56 skal indføres i ejerbogen.

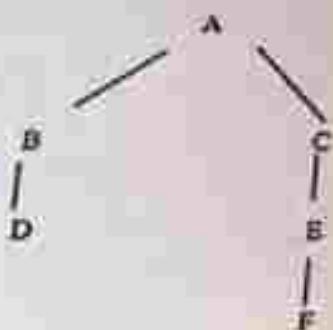
#### 10.2.4. Frivillige ordninger

Erhvervsstyrelsen kan i medfor af SL § 143 fastsette regler om frivillige ordninger, der fraviger de almindelige regler om medarbejderrepræsentation. Fravigelsen skal ske i enighed mellem ledelse og medarbejdere. Reglerne om de frivillige ordninger findes i bekendtgørelsens § 24. Efter denne bestemmelse kan en frivillig ordning besluttes af samarbejdsudvalget i enighed eller, såfremt der ikke findes et samarbejdsudvalg, ved enighed blandt de lønmodtagere, der informeres og høres i medfor af loven om information og høring af lønmodtagere og direktionen. Ordningen skal endvidere godkendes på selskabets generalforsamling. En frivillig ordning kan også etableres i forbindelse med selskabets stiftelse, jf. bekendtgørelsens § 24, stk. 2.

En frivillig ordning kan fortsætte på ubestemt tid, så længe der er enighed herom, jf. bekendtgørelsens § 24, stk. 5.

Medarbejdere, der vælges i medfor af en frivillig ordning, har samme rettigheder og pligter som andre medarbejderrepræsentanter.

26. I bilagshæftet p. 66, jf. FT 1979-80 tillæg B sp. 1407 opstilles som eksempel en koncern (Figur), hvor der er i alt 13 koncerner. Her skal afholdes valg af koncernrepræsentanter i fire delkoncerne, nemlig til A i (ABCDEF), B i (BD), C i (CEF) og E i (EF).



### 10.2.5. Medarbejderrepræsentanternes retlige stilling

Medarbejdernes har samme rettigheder, pligter og ansvar som de øvrige medlemmer af det øverste ledelsesorgan. Dette principielle udgangspunkt fastslås udtrykkeligt i bekendtgørelsens § 20. Der er på flere punkter uenighed med hensyn til det nærmere indhold af denne programerklæring. Selskabsloven og medarbejdernes gør ikke noget forsøg på en præcisering, men overlader dette til den faktiske og retlige udvikling.

En forudsætning for at beskrive medarbejdernes stilling i det øverste ledelsesorgan er en nogenlunde præcis opfattelse af, hvad der ligger i fordringen om, at det øverste ledelsesorgan skal lede selskabet forsvarligt, og navnlig at det skal varetage »selskabets interesser«. Den selskabsretlige udvikling fremviser træk, som peger hen imod en beskrivelse af selskabets målsætning, som minder en (lidt ældre) organisationsteoretisk formulering kan udtrykkes som tilfredsstillelse af de involverede gruppens interesse i en given balance.<sup>27</sup> I en nyere version kan man tale om, at selskabslovene har en *stakeholder-orientering*. »Alledes som det f.eks. udtrykkes hos Farrar:<sup>28</sup> «Underlying any discussion of company law and any rational debate about the policy of law reform is the question of the interests of the various stakeholders ... The limited liability company does not simply represent one interest. It represents an arena in which there is a potential clash of many interests».

Det må imidlertid fastholdes, at selskabslovene på afgørende punkter har bevaret det udgangspunkt, at selskabets grundlæggende målsætning er kapitalakkumulation i kapitalejernes interesse. Dette udgangspunkt må dog modificeres på en række enkeltområder som udtryk for, at det er i overensstemmelse med »selskabets interesse«, at hensyn tages til almene samfundsinteresser og til selskabets ansatte, også selv om dette hensyn koster penge.<sup>29</sup> Når eksempelvis loven om lønmodtagerens retstilling ved virksomhedsoverdragelse i §§ 5 og 6 taler om »foranstaltninger for lønmodtagerne«, ligger heri en

27. JE Leks. *Lennart Moymert i Företagets organisation och utveckling*. Stockholm 1974, p. 47 f.

28. *Farrar's Company Law*, 1998, p. 13. Se efter CA 2006 også Gower & Davies, *Principles of Modern Company Law*, 10<sup>th</sup> ed., 2016, afsnit 14-67.

29. JE allerede *Gomard* i U 1971B, p. 131 f. Sm. vedr. svensk ret Gustav Lindencrona, *Arbetsstyrke og aktieägare i aktiebolagsstyrelser*, Stockholm 1977, og om forholdet mellem meðbestyrmændelagen og aktiebolagen Knut Rødbe i Sv.Jt. 1977 p. 295 f. Se vedrørende dansk ret bl.a. Jan Schous Christensen, *Ledelse og aktionærer*, 1992, p. 31 f. Hvad er et selskabs interesse og hvilke mål skal selskabet forfølge? Her diskutes spørgsmålet i et retsskonomisk perspektiv. Jf. herved også Jan Schous Christensen, *Kapitalselskaber*, 5. udg., 2017, p. 259 f. Se videre foran i kap. 2 om shareholder ctr. stakeholder-diskussionen.

klar forudsætning om, at sådanne foranstaltninger ligger inden for virksomhedens interesser. Det vil eksempelvis ikke stride mod de selskabsretlige regler, såfremt et selskab i forbindelse med omstruktureringer laver et socialt program, som indebærer, at der bruges midler på at hjælpe de ansatte, der fratredes, med jobsøgning, kurser m.v.

Realindholdet i principudtalelsen om medarbejdernes stilling i den øverste ledelsesorgan, og dermed angivelsen af skillepunktet i forhold til medarbejdernes roller som medlem af samarbejdsudvalg eller som tillidsmand, er her nærmest, at de ansattes kortaftede og umiddelbare særinteresser ikke kan varetages via selskabsrepræsentationen. Såfremt interessemodsatninger mellem sådanne særinteresser og selskabets måtte stå klart, må selskabets interesse gå forud. Selskabets ledelse kan eksempelvis ikke lade en tabagivende produktion fortsætte alene ud fra hensynet til arbejdstagernes beskæftigelse eller foretage nyinvesteringer, som alene skaber beskæftigelse, men ikke tjener.<sup>30</sup>

At også hensynet til selskabets kreditorer vejer tungere end hensynet til arbejdstagernes beskæftigelsesinteresse, folger klart af bestemmelsen om kapitaltab i SL § 119 og af de erstatnings- og strafferetlige regler om fortællelse af virksomheden uden mulighed for at betale, jf. nedenfor i kap. 14. Og dette må medarbejderne holde sig for øje.

Med det angivne udgangspunkt kan de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer *deltage i alle beslutninger på bestyrelsesniveau*. Det tilsvarende gælder for medarbejdervalgte medlemmer i tilsynsrådet. SL § 116 sætter imidlertid grænser for tilsynsrådets opgaver. Derned begrænses de medarbejdervalgte medlemmers rolle tilsvarende. Selskabsloven sætter derimod som nævnt kun få grænser for, hvad bestyrelsen kan beskæftige sig med.

SL § 123 giver ethvert ledelsesmedlem adgang til at forlange bestyrelsen henholdsvis tilsynsrådet indkaldt. De enkelte medlemmer har således gode muligheder for at sørge for, at bestyrelsen henholdsvis tilsynsrådet kommer til at tage stilling til virksomhedens problemer. I denne forbindelse kan nævnes den i 2006 ophævede bestemmelse i AL § 55 a om moderselskabers pligt til at underrette datterselskabsbestyrelser om forhold, der har interesse for koncernen som helhed, samt om beslutninger af betydning for datterselskabet. Den sidstnævnte information, altså konkrete beslutninger vedrørende datterselskabet selv, skulle ifølge bestemmelsen gives, forinden endelig stillingtagen finder sted. AL § 55 a pålagde kun moderselskabet en underretningspligt. Bestemmelsen gav hverken høringsret eller nogen form for vetoret i forhold til

30. Jf. således Knut Rodhe i Sv. Jt. 1977 p. 297.

moderselskabet. Formålet var det mere beskedne, at datterselskabets bestyrelse på mulighed for at øve indflydelse på beslutningen.<sup>31</sup> Eksempler på beslutninger, der var omfattet af § 55 a, er beslutninger om ændringer i koncernstrukturen, som vil få umiddelbare følger for datterselskabet i form af ændringer i datterselskabets organisation, nedlæggelser af afdelinger i datterselskabet eller overflyttelse af samme til andre koncernselskaber. AL § 55 a blev som nævnt ophævet som et led i bestræbelserne på at forenkle loven. Bemærkningsmæssigt er det vigtigt at bemærke, at datterselskaber bør inddrages. På den anden side understreges, at ophævelsen ikke betyder, at moderselskabets videregivelse af oplysninger til datterselskabet anses for at være ubefejjet i relation til tavshedspligten (nu i SL § 132) og at en videregivelse af oplysninger, der har interesse for koncernen som helhed, til datterselskaber fortsat anses for velbegrundet og ikke i modstrid med tavshedspligten. Med de sidste bemærkninger er det meget begrænset, hvilket realindhold der er i ophævelsen af paragraffen. Set fra medarbejdernes side er hjemmel'en for krav om forudgående orientering dog reduceret fra lovniveau til lov bemærkningerne.

Formudsætningen for, at bestyrelsесmedlemmerne/medlemmerne af et tilsynsråd kan virke på en tilfredsstillende måde, er, at de har kendskab til selskabets forhold, og at de kan få et ordentligt beslutningsgrundlag vedrørende de enkelte emner på moderne. I den svenske ABL 8 kap., 21 § (svarende til SL § 124) er det med henblik herpå udtrykkeligt sagt, at beslutning ikke må tages, hvis ikke samtlige bestyrelsесmedlemmer »har fått ett tillfredsställande underlag för att avgöre ärendet«. Selv om SL § 124 ikke indeholder en lignende passus, må tilsvarende uden tvivl gælde i dansk ret. (Også) de medarbejdervalgte bestyrelsес-/tilsynsrådsmedlemmer har derfor adgang til virksomhedens interne oplysninger, ligesom de til brug for deres arbejde i formodent omfang kan begære skriftlige og mundtlige oplysninger fra selskabet. Det vil være retsstridigt, såfremt selskabets ledelse søger at sabotere medarbejderrepræsentanternes virke ved at forholde dem væsentlige beslutningsgrundlag, som findes i selskabet.

Den omfattende indsigt, som medarbejderrepræsentanterne kan få om selskabets forhold, modsvarer af en tavshedspligt efter bestemmelsen i SL § 132. Bestyrelsесmedlemmer straffes, hvis de »uberettigtet videregiver«.

<sup>31</sup> Jf. om bestemmelsen udførligt Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 493 f. De norske aksjelovenes §§ 6-16(2) har fortsat en bestemmelse enslydede med den nu ophævede regel i AL § 55 a, jf. om denne regel Aarbølle m.fl., Aksjeloven og allmennaksjeloven, 4. utg., 2017, p. 520 f., 1116 f.

hvor de under udøvelse af deres hverv har fået kendskab til, jf. SL § 367, stk. 1. Vurderingen af tavshedspligtens indhold i relation til de medarbejdervalg bestyrelsesmedlemmer må ske i lyset af bestemmelserne i SL § 143, stk. 1, nr. 5, jf. bekendtgørelsens §§ 57 og 58. Ifølge disse bestemmelser er der i udsættelse med medarbejderrepræsentation en særlig informationspligt over for arbejdstagernes om selskabets forhold. Det påhviler bestyrelsen »at tilvejebringe gode og effektivt virkende informationskanaler til selskabets/koncernens medarbejdere til orientering om selskabets henholdsvis koncernens forhold«, jf. bekendtgørelsens § 57. Det er den samlede bestyrelse/tilsynsråd, som afgør, hvorledes der skal informeres om selskabets/koncernens forhold, og hvilke informationskanaler der er mest hensigtsmæssige, jf. nærmere § 58. Det er hensigtsmæssigt, at bestyrelsen ved hvert bestyrelsesmøde tager til sagt til, hvad der er underlagt tavshedspligt, og hvem der må informere, jf. straks nedenfor.

I borsnoterede selskaber påhviler der bestyrelsen et særligt ansvar for, at kursrelevante oplysninger offentliggøres via Borsen, jf. MAR art. 17. Selskabet kan have interne regler, der regulerer, hvorledes selskabet hindrer væsentlig information vedrørende selskabet, af aktier. Regerne i MAR indeholder, at kursrelevant information skal gives via Borsen og ikke særskilt til enkeltpersoner, hverken aktionærer, medarbejdere eller andre. Det er bestyrelsen som sådan, der har informationspligten.<sup>32</sup> I forhold til medarbejderne indebærer det sagte ikke, at medarbejdene ikke kan orienteres om, hvad der er foregået på et bestyrelsesmøde, men blot at der samtidig må udsendes en borsmeddelelse om forholdet.

Information til medarbejderne skal ikke nødvendigvis ske via de medarbejdervalgs medlemmer af det øverste ledelsesorgan. Den kan f.eks. ske via samarbejdsudvalg, via personaleblade, opslagstavler, på selskabets hjemmeside, ved afholdelse af virksomhedskonferencer o.lign., jf. bekendtgørelsens § 58, stk. 2.

Den samlede ledelse kan afgøre, hvornår det er »ubefejlet« at videregive information om selskabet, og de enkelte bestyrelsesmedlemmer må respektere denne afgørelse. De enkelte bestyrelsesmedlemmer kan dog formentlig ikke generelt udelukkes fra at informere om arbejdet i bestyrelsen. I de tidligere bekendtgørelser om selskabs- og koncernrepræsentation i §§ 34, stk. 1, henholdsvis 35, stk. 1, anførtes således, at der ikke ved de foranstilende regler var tilsigtet ændringer i de enkelte selskabsrepræsentanters adgang til at videregive

32. Jf. herved Paul Krüger Andersen, Niels Juul Clausen og Jesper Løn Hansen, Borsetten, 6. udg., 2019, p. 365.

re oplysninger om, hvad de under udøvelsen af deres hverv har fået kundskab om. Denne regel hvilede på en forudsætning om, at den efter AL § 160, stk. 1, gældende tavshedspligt ikke var total,<sup>33</sup> men afgrænset på grundlag af bestyrelsens vedtagelser, dels efter visse objektive kriterier glænde på, om videregivelsen kan være skadelig for selskabets interesser.<sup>34</sup> Den nye bekendtgørelse indeholder i den tilsvarende § 58 ikke en lignende formulering, hvilket formentlig afspejler, at der ikke var enighed i Moderniseringsudvalget.

Der foreligger endnu ikke offentliggjort dansk doenspraksis specielt vedrørende selskabslovens bestemmelse om tavshedspligt i relation til medarbejdernes Hejesterets afgørelse i U 2009.2142 angik umiddelbart forståelsen af VphL § 36 om videregivelse af intern viden, jf. nedenfor i note 34. Dommen

<sup>33</sup> Jf. således *Mogens Rasmussen og Jytte Heje Mikkelsen* i U 1981B, p. 74 og en odtalelse fra Industriministeriet til LO, cfr. vedr. § 160, stk. 1, *Kjøb* i U 1973B, p. 253.

<sup>34</sup> Jf. FT 1972-1973 tillæg A sp. 4555, hvorefter tavshedspligten omfang »kan vanskeligt kom lade sig bestemme abstrakt på anden måde end »vanlig forretnings- og driftsformelleheden». Tavshedspligten udelukker næppe et bestyrelsesmedlem fra at sege sagkyndig bistand, navnlig hos en advokat, vedrørende sit arbejde i bestyrelsen, jf. her til diskussionen mellem *Lars Bo Langsted og Helle Isager* i Jur. 1988 p. 6 f., 181 f. og 319 f. samt Jur. 1988 p. 70 f. Mere tvivlsomt er det, om medarbejdene kan give oplysninger til fagbevægelsen f.eks. med henblik på dennes analyse af dansk erhvervsliv eller med henblik på rådgivning. Dette antages af fagbevægelsen, jf. *Rudi Nielsen*, Koncerntilbejdere, 1991, p. 213. Situationen kan imidlertid ikke sammenlignes med afgivelser af oplysninger i forhold til en rådgiver, der selv er undergivet regler om tavshedspligt m.v. i et direkte klientforhold. I børnemoderede selskaber tilføjes et insiderproblem. Det er oplagt, at ansætte i et fagforbund, som måtte få intern viden fra et bestyrelsesmedlem, ikke må bruge denne viden til at købe eller sælge aktier. Det vil være insiderhandel, jf. MAR artikel 7 og 8. Vedrørende selve spørgsmålet om videregivelse indeholder VphL § 36 det særlige forbud, at intern viden ikke skal videregives, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, hverv eller funktion. Reglen findes nu i MAR artikel 10, stk. 1. Man kan spørge, om den sidstnævnte passus kan anvendes i forhold til de medarbejdervalgtes information af en faglig organisation. Dette spørgsmål blev forelagt EF-Domstolen i en sag vedrørende information til Finansforbundet om fusionen mellem Danke Bank og Real Danmark. Domstolen tog stilling i afgørelsen C-384/02. Domstolen tilkendegiver, at forsoningen af undtagelsereglen i insiderekonvenstionen skal ske i lys af national ret. Ved Østre Landsrets dom af 15. januar 2008 blev et medarbejdervalgt bestyrelsesmedlem dømt for at videregive information om fusionen. Dommen synes imidlertid at anerkende en vis ret for det enkelte bestyrelsesmedlem til at videregive oplysninger i fortræksvis, men fundt, at dette var sket i videre omfang end tilladeligt. Se om landsretten dom *Jesper Lau Hansen* i NTS 2008:1 p. 71 f., 85 f. Jf. også *David Moalem* i U 2007B, p. 249 f. Højesteret frifundt imidlertid i U 2009.2112 medarbejderepræsentanten, jf. ovenfor i teksten. Se om Højesterets afgørelse *Jesper Lau Hansen* i NTS 2009:3 p. 32 f.

må dog også tillegges selskabsretlig betydning. Dommen anerkender således, at der er en ret til at videreføre intern viden for det enkelte medlem af besyrelsen, når dette er sagligt begrundet og udgør et normalt led i videreføringens funktion. Se om tavshedspligt generelt foran i kap. 9.3.4.4.

Overtredelse af tavshedspligten er som nævnt straf sanktioneret. Strafsanktionen er dog næppe mest egnet til at løse de konflikter, som må forekomme i praksis. Krænkelse af tavshedspligten kan få betydning for ledelsesmedlemmets ansættelsesforhold i selskabet, jf. nedenfor.

De medarbejdervælgte medlemmer af ledelsen omfattes videre af *inhabilitetsbestemmelsen* i SL § 131. Forarbejderne til den tidlige inhabilitetsregel i AL § 58 nævner som eksempler på områder, hvor inhabilitet foreligger, spørgsmål om arbejdssretlige konflikter, forhandlinger eller afslutning af kollektive lønafstalter med organisationerne for arbejdstagere eller selskabets forhold til arbejdsgiverorganisationer.<sup>35</sup> Denne fortolkning af inhabilitetsreglen er formentlig juridisk for vidtgående,<sup>36</sup> men måske nok praktisk som udtryk for et ønske om, at repræsentationen i det øverste ledelsesorgan ikke skal overlæmpe det i øvrigt eksisterende faglige forhandlingskanaler. Vurderet ud fra den i øvrigt herskende fortolkning af inhabilitetsbestemmelsen foreligger der kun inhabilitet, når en »betydelig personlig eller økonomisk særlig interesse« foreligger.<sup>37</sup> Ved anvendelsen af inhabilitetsreglerne må der formentlig sondres konkret efter den enkelte sags betydning i relation til det enkelte ledelsesmedlem. Medarbejderne i det øverste ledelsesorgan er ikke uden videre inhabilie, blot fordi der er tale om sager, der er af stor betydning for arbejdstagerene.<sup>38</sup> Også upopulære beslutninger om lukning af afdelinger, afskedigelser osv. kan disse ledelsesmedlemmer tage stilling til, for så vidt de kommer på bestyrelsесplan (en sådan beslutning er som udgangspunkt ikke omfattet af tilsynsrådets opgaver, jf. SL § 115, samt ovenfor i kapitel 9), måske endda

35. FT 1972-73 tillæg A sp. 4481.
36. Jf. således Gomard i Festschrift til Robde p. 153, hvor anvendelsen af inhabilitetsbestemmelser i AL § 58 i det hele forkastes som løsning af disse problemer. I stedet anbefales en praksis, hvorefter medarbejderne »bakker ud af kontroversielle fagretlige spørgsmål». Interessant i denne forbindelse er, at inhabilitetsproblemet vedrørende medarbejderne i Sverige ikke løses af ABL 8 kap., 23 §, som svarer til SL § 131, men på grundlag af en speciel inhabilitetsbestemmelse i lagen om styrelsestreparation § 14, se herom Kristian Moberg, Anställda i styrelsen, 1988, p. 68 f., samt Svante Johansson, Nials Svensk Associationstrakt, 11. uppl., 2014, p. 137 f.
37. Jf. således Gomard, Aktieselskabsret, 1970, p. 306, vedr. AL 1930, § 50, hvis indhold i realiteten er det samme som AL § 58; jf. 1969-betænkningen p. 105.
38. Jf. således også vedr. norsk ret Andenes, Aktieselskaper & Allmennaksjeselskaper, p. 265, E.F. Eckhoff, Lov og rett 1976 p. 98.

selv om disse beslutninger vil kunne komme til at omfatte ledelsesmedlemmet selv. Begründelsen er, at repræsentationsordningen netop er lavet, for at medarbejdernes synspunkter kan indgå i beslutningsprocessen.<sup>39</sup>

At medarbejdervalgte ledelsesmedlemmer har ret til samme honorar som de øvrige, betyder formentlig ikke, at de ubetinget skal have samme beløb i kroner og øre som de øvrige. Vedtagterne kan således indeholde en bestemmelse, hvorefter bestyrelsesmedlemmer – herunder direktører – der er ansat i selskabet, kan afdønes anderledes end udefrakommende,<sup>40</sup> medmindre bestemmelsen er udtryk for en omgaelse af princippet om ligestilling af bestyrelsesmedlemmerne, jf. herved dommen i U 1987.51 Ø, der godkendte en sådan ordning som øen saglig begrundet fast ordning<sup>41</sup>, men omvendt U 1990.271 Ø, der tilsidebetegnelse en vedtægtsbestemmelse om forskelsbehandling, der var indfart i forbindelse med optagelse af medarbejderne i bestyrelsen. U 1997.1475 H fastslog, at de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer konkret havde krav på samme honorar som de eksterne medlemmer, men anerkendte forudsætningsvis, at forskelle i bestyrelsesarbejdets art og omfang kan begrunde en anden ordning. Det er i overensstemmelse hermed, at bestyrelsesformanden ofte får et større honorar end de øvrige bestyrelsesmedlemmer.

Ved selskabets konkurs må sondres mellem arbejdstagernes lønkrav og vederlaget som medlem af det øverste ledelsesorgan. Længstodehavender er privilegeret efter konkurslovens § 95, stk. 1, mens bestyrelseshonoraret kun er et simpelt krav<sup>42</sup> – og evt. kan tilsidebetegnelse efter SL § 138, stk. 2. Også i andre henseender må der sondres mellem de to funktioner, således med hen-syn til opsigelsesvarsel som arbejdstagere henholdsvis afsættelse som ledel-

39. I den svenske model er habilitetsspørgsmålet vedrørende medarbejderne som nævnt reguleret både af bestemmelserne i ABL og af særlige regler i loven om styrrelsesrepræsentation for de ansatte. § 14 i den sidstnævnte lov har en restriktiv holdning til arbejdstagernes deltagelse i beslutninger. Efter reglen kan arbejdstagene ikke deltage i behandlingen af spørgsmål, som angår kollektivaftaler eller andre spørgsmål, hvor en faglig organisation på arbejdsplassen har en væsentlig interesse, som kan stride mod selskabets. Denne regel svarer nogenlunde til de i teksten gengivne bemærknings fra de danske forarbejder til AL § 58, men i Sverige er det altså anset for nødvendigt at give en særegel af dette indhold.

40. Jf. således *Philip* i Advokatbladet 1974 p. 60 f., jf. også en udtalelse fra Industriministeriet refereret i *Ears Bunch og Søren Corfitzen Whitt*, Selskabsloven, 3. udg., p. 580, cf. derimod *Werlauff* i U 1987B, p. 231 f., hvor der argumenteres imod dette standpunkt, og dermed også mod dommen i U 1987.51 Ø. Se også *Werlauff* i U 1998B, p. 13 f., bl.a. om den i teksten nævnte U 1997.1475 H.

41. Jf. *Anders Ørgaard*, Konkursret, 12. udg., 2018, p. 201.

semtedlem og med hensyn til offlønning f.eks. som repræsentant (efter valg) henholdsvis som ledelsesmedlem, hvor SL § 138 gælder. En provisionsansvarlig medarbejder, f.eks. en repræsentant, kan således frit aflennes mod provisjon, for så vidt angår hans arbejdsforhold i selskabet, hvormod bestyrelseshonoraret skal fastsættes i overensstemmelse med § 138.

Medarbejdernes i bestyrelsen er videre omfattet af tegningsreglerne i SL §§ 135-137. Dette betyder dog ikke, at de skal være tillagt tegningsret, if. herved om tegningsreglerne formt i kap. 9.3.3.

Endelig omfattes de også af ansvursreglerne i SL § 361 om erstatningsansvaret og §§ 366-369 om strafansvaret. Ved bedømmelse af medarbejdernes ansvar må erindres, at de er valgt som led i en lovfæstet repræsentationsordning og dermed (til dels) efter kriterier, som ikke nødvendigvis sikrer indlæg og erfaring i virksomhedsledelse, jf. om ansvaret nærmere nedenfor i kap. 14.

Medarbejdernes i bestyrelsen kan kun afsættes fra bestyrelsesarbejdet af medarbejdernes, jf. SL § 121. Bekendtgørelsens § 54 fastsætter reglerne for, hvorledes en afstemning om afsættelse af en medarbejderrepræsentant skal iværksættes. Ophører arbejdsforholdet i selskabet, må medarbejderen imidlertid straks udtræde af bestyrelsen, jf. bekendtgørelsens § 52, stk. 1. Der bør derfor den mulighed, at selskabet kan skaffe sig af med ledelsesmedlemmer, som anses for besværlige, som ikke opfylder deres pligter, eller som man af andre grunde er kommet i modsætningsforhold til. Med lovændringen i 1980 blev gennemført regler, som beskytter de af arbejdstagerne valgte bestyrelsesmedlemmer og deres supplanter mod afskedigelse og anden forringelse af deres forhold på samme måde som tillidsrepræsentanterne inden for vedkommende eller tilsvarende faglige område. Bestemmelserne er videreført i den nye bekendtgørelsens § 21, stk. 1. Betingelsen for, at afskedigelse af en tillidsmand er lovlige, er, at der foreligger »tvangende årsager«.<sup>42</sup> Tvangende årsager kan være arbejdsmangel eller andre objektive grunde, overtrædelse af pligterne som arbejdstager eller af pligterne som tillidsrepræsentant. Analogi med det sidste må formentlig antages, at overtrædelse af ledelsespligterne, f.eks. af reglerne om tavshedspligt, kan være lovlige afskedigelsesgrund.

#### 10.2.6. Medarbejdernes indflydelse som kapitalejer – udbyttedele og aktionærer

Nogle selskaber har som generel politik at knytte medarbejdernes nærmere til selskabet ved at fremme en demokratisering på aktionsplan. På et mere

42. Jf. om tillidsmandens beskyttelse mod afskedigelse nærmere Ole Hassebalch, Tillidsmandsret, 1999, p. 102 f.

Konkret plan bliver det mere og mere almindeligt, at (en del af) medarbejdernes afdeling skærer mod kapitalandele i selskabet ud fra en incitamentsstærk gang. Selskabsloven indeholder bestemmelser, der fremmer både generelle og konkrete ordninger. Ordningerne er mest almindelige i (større) aktieselskaber. Derfor falder det naturligt fortsat at tale om aktiemøn/medarbejderaktier. Selskabslovens regler gælder dog både i aktieselskaber og anpartsselskaber.

Bestemmelsen i SL § 162, stk. 4, om medarbejderaktier understøtter en generel medarbejderpolitik. I forbindelse med kapitaludvidelser kan der gives medarbejderne<sup>43</sup> i selskabet eller dets datterselskaber fortægningsret til (en del af) kapitaludvidelsen.<sup>44</sup> Beslutning herom kan tages med flertal som til vedtægtsændring, dvs. to tredjedels majoritet. Med samme flertal kan tegningskurven for medarbejderaktierne fastsættes. Det er i de senere år blevet praksis i de fleste større selskaber at give medarbejderne andel i kapitaludvidelse, således at medarbejderne tegner deres aktier til favørkurs, dvs. en kurs lavere end aktiernes markedsmessige værdi. Kursfordelen betales af de hidtidige aktionærer. Dette er lovligt, se nu også SL § 107, stk. 2, nr. 1, jf. om denne bestemmelse også straks nedenfor. Efter SL § 155 kan generalforsamlingen give selskabets centrale ledelsesorgan en generel bemyndigelse til at forhøje selskabskapitalen. Bemyndigelsen skal angive, om fortægningsretten kan fraviges efter SL § 162, stk. 4. Baggrunden for forhøjelsen skal oplyses i henhold til SL § 159, jf. ovenfor i kapitel 7.

Medarbejderaktierne kan have samme »kvalitet« som de øvrige aktier, men det ses hyppigt, at medarbejderaktierne gives i en aktiekasse, hvis stemmret er formindsket efter reglen i SL § 46. Den indflydelse som kapitlejer, som den enkelte medarbejder får, vil sædvanligvis være begrænset. For at samle medarbejdernes indflydelse etableres ikke sjældent ordninger, hvor medarbejderne via faglige klubber, indsamling af fuldmagter, ejeraftaler eller på anden måde fastlægger fælles holdninger til spørgsmål på selskabets generalforsamling.

Selskabet ønsker ofte, at så mange medarbejdere som muligt udnytter den fordel, udstedelsen af medarbejderaktier indebærer. Med henblik herpå giver SL § 214 selskabet mulighed for, i modstrid med de almindelige regler om selvfinansiering og økonomisk bistand, jf. §§ 206 og 210, at finansiere eller stille sikkerhed for erhvervelsen med midler, der i henhold til SL § 180 kan

43. Selskabets direktører er også medarbejdere i denne relation.

44. Ordningen kan også formidles gennem etablering af en særlig fond, der midlertidig besidder aktierne med henblik på senere overdragelse til medarbejderne, når særlige betingelser f.eks. anciennitet er opfyldt, jf. FT 1981-82 tillæg A sp. 2884.

udbetaltes som udbytte, dvs. af selskabets frie reserve, jf. herved nævnte om udbyttereglerne foran i kap. 8.6.

Det er en forudsætning for anvendelsen af § 214, at der er tale om en generel medarbejderordning og ikke blot økonomisk bistand til enkelte medarbejdere. Det er usikkert, om selskabets direktører omfattes af § 214.<sup>45</sup> Medarbejdervægtige bestyrelsesmedlemmer omfattes af § 214.

Skatterigt blev medarbejderaktieordninger tidligere understøttet af særlige skatteregler i ligningsloven. Disse regler blev afskaffet i 2012. Som led i Finanslovsforliget blev der imidlertid i 2015 gennemført nye regler om skattefri medarbejderaktier.<sup>46</sup>

Udstedelse af aktier til (skattefri) favorkurs kan efter ønske ses som indirekte løn tilskud eller som en form for deling af virksomhedens overskud. Andel i virksomhedens overskud kan også gives på anden måde end i forbindelse med kapitalforhøjelser. Generalforsamlingen kan med almindeligt flertal give de ansatte gratiale eller bonus eller give beløb til sociale fonde for medarbejderne. Der er her tale om udgifter, der fradragtes, såvel regnskabsmæssigt som skatterigt, forinden overskuddet opgøres. Selskabet kan imidlertid også etablere en egenlig overskudsdeling, således at medarbejderne får en andel af selskabets regnskabsmæssige overskud. Udbetalingen kan f.eks. ske i form af aktier i selskabet eller til en social fond. Efter SL § 107, stk. 2, nr. 1, kan vedtægtsændringer, hvorved kapitalejernes ret til udbytte eller udlodning af kapitalselskabets midler formindskes, herunder tegning af kapitalandeløft til favorkurs, til fordel for medarbejderne, alene træffes, hvis de tiltrædes af 9/10 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabsskapital.

De aktiebaserede aflønningsformer omfatter bl.a. *convertible gældsbrev* samt *warrants*, jf. SL §§ 155, stk. 2, samt 169. Om begge former gælder, at indehaverne først bliver kapitalejere, når optionen udnyttes, henholdsvis når gældsbrevet konverteres. Det samme gælder også med hensyn til de andre *aktieoptionsordninger*. Om de aktiebaserede aflønningsformer henvises til kap. 7.3.3 foran.

45. Se herved Jan Schous Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 428 (for), men Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 980 (imod).
46. Se nærmere lov nr. 430 af 18. maj 2016, som indfører de nye regler i LL § 7 P. Reglerne gælder for aktier og optioner, der tildeltes efter 1. juli 2016. Reglerne er senere udvidet for aftaler, der er indgået efter d. 1. januar 2018. Se om LL § 7 P Den juridiske vejledning C.A. 5.17.3. LL § 7 P, stk. 2, indeholder en række betingelser, for at medarbejderaktierne kan modtages skattefrit, heriblandt efter § 7 P, stk. 2, nr. 5, at medarbejderaktierne ikke udgør en særlig aktiekasse.

# Generalforsamlingen

## 11.1. Indledning

Selskabslovens kapitel 6 indeholder det regelsæt, der bestemmer generalforsamlingens funktion i selskabet.

Generalforsamlingen er efter loven det forum, hvor kapitalejeme gør deres indflydelse gældende, og hvor kapitalejeme får information om selskabet. Begge dele er udtryk for et princip, en ideal fordring, som ikke altid følges i virkeligheden, jf. nærmere i det følgende. Det er imidlertid det princip, som selskabslovens regler er bygget op omkring. Dette understreges nu direkte i SL § 76, stk. 1.

Generalforsamlingen er selskabets øverste myndighed. Selskabslovens regler skal sikre, at generalforsamlinger faktisk afholdes, således at kapitalejeme får lejlighed til at tage stilling til selskabets udvikling, at kapitalejeme har rimelig mulighed for at møde og deltage i generalforsamlingens beslutninger m.v., og at generalforsamlingen i det hele afholdes på en sådan måde, at de tagne beslutninger er korrekte udtryk for kapitalejernes vilje. Derudover indeholder lovens kapitel om generalforsamling de centrale regler om *minoritetsbeskyttelse* og om kapitalejernes *individualrettigheder*, dvs. regler, der sætter grænser for flertallets magt i selskabet, og regler, som sikrer kapitalejernes fundamentale rettigheder som ejere af selskabet.

Reglerne om generalforsamlingens afholdelse og funktion omtales i dette kapitel, mens kapitel 12 indeholder reglerne om minoritetsbeskyttelse m.v. De retlige konsekvenser af, at der foreligger tilblivelses-, vedtagelses- eller indholdsmangler vedrørende generalforsamlingsbeslutninger, omtales i kap. 12.<sup>1</sup>

1. Se om afholdelse af generalforsamlinger efter tidligere regler Krenckel, Håndbog for dirigenter, 2. udg., 1951, Kobbermaget, Dirigenter, 2. udg., 1993, Erik Werlauff, Generalforsamling og beslutning (licentiatafhandling), 1983, Kr. Møgen, Håndbog for dirigenter, 1998, og om de nuværende regler Erik Werlauff, Generalforsamlingen for dirigenter, 1998, og om de nuværende regler Erik Werlauff, Generalforsamlingen

Generalforsamlingskapitlet gælder, ligesom de øvrige kapitler, både for aktieselskaber og anpartsselskaber. Hensynet til selskaber med en begrenset ejerkreds førte i anpartsselskabsloven til regler, der fravæg kravet om afholdelse af generalforsamling og visse andre særegler. Selskabsloven anskender, at der er behov for fleksible regler i selskaber med en begrenset ejerkreds – hvad enten disse er aktieselskaber eller anpartsselskaber. Selskabslovens fastholder imidlertid, at der skal afholdes generalforsamlinger, men gør mulighed for, at lovens og vedtægtens regler om form og frist kan fraviges, jf. nærmere i det følgende.

Selskabsloven af 2009 implementerede direktivet om udøvelsen af vise aktionærrettigheder i borsnoterede selskaber, 2007/36/EF. Direktivet sogte generelt at styrke aktionærernes rettigheder på generalforsamlingen. Ändringsdirektivet 2017/828/EU er langt mere vidtgående. Overordnet vil ændringsdirektivet og ændringsloven fra 2019 tilskynde til langsigtet ejerskab, som det siges i overskriften til ændringsdirektivet.

Ændringsloven indeholder fire hovedpunkter:

- 1) Borsnoterede selskaber får mulighed for at identificere deres aktionærer. Dette sker ved, at nye bestemmelser i SL § 49 a. Se om denne bestemmelser i kapitel 6.1.4.
- 2) Borsnoterede selskaber skal have en politik for aflønning af ledelsesmedlemmer. Dette sker ved de nye regler i SL §§ 139, 139 a og 139 b om vederlagspolitik og vederlagsrapport. Reglerne gennemgås foran i kapitel 9.3.5. Vederlagspolitikken og vederlagsrapporten skal godkendes af generalforsamlingen, jf. nedenfor i dette kapitel.
- 3) Væsentlige transaktioner mellem aktieselskabet og dets nærtstående parter skal godkendes af selskabets øverste ledelsesorgan (typisk bestyrelsen). Der er ikke umiddelbart krav om godkendelse på generalforsamlingen. Kravet om offentliggørelse vil dog sikre, at aktionærerne er bekendt med sådanne transaktioner, og aktionærerne kan således udføre kontrol hermed. Reglene findes i SL § 139 d og omtales i kapitel 12 nedenfor.
- 4) Udover selskabsloven er der indført en række regler, som har til henblik at fremme aktionærernes muligheder for at udføre deres aktionærrettigheder – facilitere – med lovgivningens ord. Nogenlunde ensartede regler er tilført inden i kapitalmarkedslovens afsnit X a om videregivelse af oplysninger og facilitering af udøvelse af aktionærrettigheder, i lov om alter-

- *Handbog for deltagelse og dirigenter*, 3. udg., 2018, og *Egil Løggs Anbefalinger*, Direkt og generalforsamling, 2010. Se fra øvrigt her nævntig Svante Johansson, *Bolagsstatuta*, 1990, opdateret i bogen *Bolagsstatuta i Svenska aktiebolag*, 2018.

## 11.2. Kapitalejernes indflydelse i selskabet –

native investeringsfonde, lov om investeringsforeninger og i lov om finansiel virksomhed. Disse regler udbygger selskabslovens regler om identifikation af aktionærerne. Udenfor selskabsloven ligger også implementeringen af de regler i ændringsdirektivet, som går ud på at sikre, at institutionelle investorer, kapitalforvaltere og rådgivende stedfortrædere (proxy-advisors) udarbejder og offentliggør en politik for aktivt ejerskab, virksomhedens aktieinvesteringsstrategi eller oplysninger om virksomhedens ordninger med kapitalforvaltere. Særlige regler for kapitalforvaltere, formidlere og rådgivende stedfortrædere vedrørende aktionærrettigheder er indført i lov om finansielle virksomheder §§ 101 a-j, 159 og 160, hvortil henvises. Tilsvarende regler er indført i loven om Lænmodtagernes Dyrtsfond og i ATP-loven. LD og ATP hører til de største aktieinvestorer i Danmark, og deres investeringsstrategi og brug af stemmeretten har både væsentlig betydning for selskaberne, for de øvrige aktionærer og i videre forstand for samfundet som helhed.

Iser udenlandske aktionærer (og danske aktionærer i udenlandske selskaber) udarver ofte deres indflydelse som aktionærer ved hjælp af en rådgivende stedfortræder – en proxy advisor, jf. definitionen heraf i lov om finansiel virksomhed § 5, stk. 1, nr. 71. Danske institutionelle investorer anvender i noget mindre omfang proxy advisors i forhold til investeringer i danske selskaber. Særlige regler vedrørende gennemsigtigheden i proxy advisors rådgivning og anbefalinger er indført i lov om finansiel virksomhed §§ 101i og 101j, jf. nærmere nedenfor.

### 11.2. Kapitalejernes indflydelse i selskabet udøves på generalforsamlinger

Kapitalejernes ret til at træffe beslutninger i selskabet udøves på generalforsamlinger, fastslår SL § 76, stk. 1. I dette udsagn ligger, at kapitalejerne ikke kan gøre direkte ind i selskabets drift, afslutte aftaler osv., men at de kun kan træffe beslutninger herom via generalforsamlingen. Beslutningernes udførelse tilkommer bestyrelse og/eller direktion. Dette gælder også for en ene- eller hovedaktionær, jf. herved U 1967.41 H (hovedaktionæren kunne ikke afskedige direktøren på egen hånd) og U 1972.419 V (konkursbegæring kunne ikke indgives af en aktionær). Afholdelse af generalforsamling har kun egentlig mening, når der er et flertal af kapitalejere. De formelle regler om general-

forsamlingernes afholdelse og beslutningernes tilblivelse er således uden betydning i enmandsselskaber.<sup>2</sup>

I aktieselskaber har det hidtil formelt været obligatorisk at afholde generalforsamlinger. Aktieselskabsloven indeholder ikke direkte hjemmel til, at aktionærerne kunne træffe beslutninger uden afholdelse af formel generalforsamling. I praksis har det imidlertid været anerkendt, navnlig i selskaber med et begrænset antal deltagere, at der kunne træffes generalforsamlingsbeslutninger uden afholdelse af egentlige møder, ved at en fælles foldmægtig – f.eks. selskabets advokat – uformede og indhentede samtlige aktionærers samtykke til et generalforsamlingsreferat, som indførtes i generalforsamlingsprotokollen. Denne praksis er nu lovfestet i SL § 76, stk. 2, hvorefter »kapitalejernes beslutninger på generalforsamlingen konkret kan træffes under fravigelse af lovens og vedtægternes form og fristkrav, hvis samtlige kapitalejere er enige herom.« Herved tilnærmes reglerne for kapitalselskaber de tidlige regler i anpartsselskabsloven.

Efter SL § 76, stk. 2, kan fravigelsen imidlertid kun omfatte *form* og *fristkrav*. Selv om disse krav fraviges, er der stadig tale om en generalforsamling. Formkravet angår bl.a. sted og spørgsmålet om afholdelse af fysisk møde. Herved legitimeres såkaldte »skrivebordsgeneralforsamlinger«, jf. ovenfor.

2. Aktieselskabsloven tog ikke stilling til, hvilken organisatorisk betydning legaliseringen af enmandsselskaber måtte få. Også selskabsloven bygger på (eldre) forstillinger om, at selskaber består af flere personer, som ikke tager aktivt del i driften, men træffer de overordnede beslutninger på generalforsamlinger. Det er i strid med denne model, hvis aktionærerne deltager aktivt i selskabets drift uden en generalforsamling. Hvis aktionærerne ønsker dette, kan de lade sig indvalge i selskabets bestyrelse/respektive ansætte som direktør. Et sådant personsammenfald er da også almindeligt forekommende. I så fald mærker man næppe i dagligdagen den principielle rolleopdeling. Overholdelse af funktionsdelingen kan dog undertiden få praktisk og retlig betydning. Sm. Anbefalinger for god Selskabsbalance pkt. 3.2 om bestyrelsens uafhængighed. Et bestyrelsesmedlem, der repræsentører en kontrollerrende aktionærers interesser, anses ikke som uafhængig. Dette må så meget mere gælde, hvis bestyrelsesmedlemmet er hovedaktionær. Se herved fors. i kap. 9.3.1 om bestyrelsens sammensætning og kapitel 9 i det hele om ændringerne af ledelsesstrukturen efter den nye selskabslov. Umiddelbart i strid med det selskabaretige regelzæt er det, hvis ledelsen i et statselskab – se om disse fors. i kap. 3.5 – modtager tjentlige ordre direkte fra den overordnede minister, jf. herved også *Werlauff i Jur. 1994 p. 49 f., 50 f.* og *Ørgegaard i Jur. 1994 p. 245 f.* Der skal altid føres en forhandlingsprotokol, hvori de træffne beslutninger indføres, jf. SL § 101, stk. 3. Denne regel har materielt begrenset mening, hvor der ikke føres en forhandling, fordi der kun er én ejer, men har dog betydning som dokumentation, jf. ovenfor i teksten. Se særligt om koncernforhold og moderselskabers ledelsesret nedenfor i kap. 15.4.

Det er vigtigt, at det både kan dokumenteres, hvilke beslutninger der er truffet uden afholdelse af en formel generalforsamling, og at beslutningen er truffet på lovlige måde. Med henblik herpå bestemmer SL § 101, stk. 3, at alle beslutninger skal indføres i kapitalselskabets forhandlingsprotokol. Skal der ske anmeldelse til Erhvervsstyrelsen, skal der til anmeldelsen følge bevis for ændringens lovlige tilblivelse, jf. anmeldelsesbekendtgørelsens § 20.

Adgangen til at undlade at holde en formel generalforsamling har størst betydning i selskaber med få kapitalejere. I større selskaber med en spredt ejerkreds kan enighed blandt samtlige kapitalejere være vanskelig at opnå. I selskaber, hvor pressen ifølge lovgivningen har adgang til generalforsamlingen, er det af denne årsag nødvendigt, at der afholdes generalforsamling. Det gælder således i statslige selskaber, selskaber, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked i et EU- eller EØS-land, og bl.a. i finansielle virksomheder, jf. SL § 76, stk. 5 og 6, og lov om finansiel virksomhed § 67.

Generalforsamlingen karakteriseres traditionelt som selskabets overste myndighed. Heri ligger, at ledelsen må rette sig efter alle lovlige beslutninger fra generalforsamlingen, at generalforsamlingen kan træffe beslutning i et hvilket selskabsanliggende, som ikke udtrykkeligt er henlagt til andre selskabsorganer, og at loven positivt har henlagt de beslutninger, som lovgiver aktuelt har anset som de mest væsentlige til generalforsamlingen. I international sammenhæng har generalforsamlingen i danske selskaber en bedre udgangsposition for at spille en aktiv rolle end i en række andre lande, f.eks. USA og Tyskland.<sup>3</sup>

- I USA har the board of directors ikke alene i praksis, men også formelt en sterkere stilling i forhold til generalforsamlingen end i Danmark. Således kniver ændringer af vedtægterne (the articles), at der fremsættes forslag af the directors, og aktionærerne kan ikke beordre the directors til at følge en bestemt forretningsstrategi eller praksis, jf. nærmere Clark, Corporations, p. 94 f., Gurutz, Corporation Law, 3<sup>rd</sup> ed., 2021, p. 197 f., og Bainbridge, Corporation Law and Economics, 2002, p. 191 f. I det sidst nævnte værk omtales forholdet mellem ledelsesorganerne entidi under hovedoverskriften »Directors Primacy: The Formal Structure of Corporate Governance«. I tysk aktieselskabsret udover aktionærerne vel deres indflydelse på generalforsamlingen, jf. AktG § 118, men »Hieraus folgt aber keine Allzuständigkeit der Hauptversammlung ...« Selskabet ledes forretningsmæssigt af der Vorstand, som ikke er bundet af aktionærernes anvisninger, medmindre der Vorstand anmoder generalforsamlingen om at træffe afgørelse, jf. AktG § 119 II, jf. nærmere f.eks. Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., p. 804 f., 837 f. og 869 f., og Rüser, Veit, Recht der Kapitalgesellschaften, 5. Aufl., 2010, p. 117 ff.

Den nordiske ledelsesmodel er anderledes. Aktionærerne kan, som nævnt i teksten ovenfor, via generalforsamlingen, principielt træffe alle beslutninger i selskabet.

På enkelte punkter tillagde aktieselskabsloven bestyrelsen en selvstændig kompetence. Bestyrelsen skulle således godkende uddeling af udbytte samt kapitalnedsættelse, jf. AL § 112 og 44 a, stk. 2. Formuleringen i selskabsloven indeholder ikke længere et krav om godkendelse fra det centrale ledelsesorgan i forbindelse med kapitalnedsættelse, jf. SL § 185. Udlodning af udbytte kan derimod fortsat ikke overstige en øvre grænse foreskønt eller tiltræk af det centrale ledelsesorgan, jf. SL § 180. Det principielle udgangspunkt i forhold til det centrale ledelsesorgans kompetencer i forbindelse med kapital. Såvel i loven som i forarbejderne understreges det, at det centrale ledelsesorgan har ansvaret for selskabets (langsigtede) udvikling, og at kapitalafgang og udlodninger ikke må ske til skade for selskabets økonomiske stilling, jf. SL § 179, stk. 2. Heri ligger også, at det centrale ledelsesorgan må veje selskabets interesse over for mulige kortsigtede krav fra kapitalejerne om udbetalinger. Generalforsamlingen kan naturligvis gennemtvinge sin vilje ved at afsætte ledelsen, men den må samtidig finde en ny ledelse, som er villig til at tage ansvaret for beslutningen.

I kapitalselskaber er det også bestyrelsen eller tilsynsrådet, der ansætter og afskediger direktionen, jf. SL § 111, stk. 1.<sup>4</sup> Heri ligger dog ikke en eksklusiv kompetence for bestyrelsen. Generalforsamlingen kan naturligvis tage stilling til ansettelsen eller afskedigelsen af en direktør, hvis den skønner dette hensigtsmessigt.

Kompetencefordelingen mellem ledelsen og generalforsamlingen er som nævnt i øvrigt fastlagt således, at selskabsloven obligatorisk henlægger en række af de for selskabet afgørende beslutninger til generalforsamlingen. Dette gælder bl.a. beslutninger om kapitalændringer og vedtægtsændringer, valg af ledelse og ledelsesstruktur, godkendelse af regnskab og fastsættelse af udbytte samt beslutninger om selskabets ophør ved likvidation eller fusion. Derudover antages det almindeligt, at ekstraordinære eller for selskabet særligt betydningsfulde beslutninger bør forelægges generalforsamlingen.<sup>5</sup> Efter nogle opfattelser er der en egentlig pligt til at forelægge ekstraordinære dis-

Se heri bl.a. Jesper Lau Hansen i NTS 2019:4 p. 13 f. »Udfordringer fra EU-setten til den nordiske ledelsesmodel».

4. I aktieselskabsloven § 54, stk. 4, var meddelelse af prokura nævnt som en af bestyrelsens kompetencer. Det er nu »det centrale ledelsesorgan«, jf. SL § 135, stk. 5, dvs. bestyrelsen eller direktionen – ikke tilsynsrådet.
5. Jf. bl.a. Gormard/Schouwburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., p. 392. Sml. nogenlunde tilsvarende Jan Schou Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017.

positioner for generalforsamlingen.<sup>6</sup> Denne antagelse kan ikke tiltrædes efter ret opregnet de tilsinde, hvor der kræves generalforsamlingsbeslutning. Loven har dertil givet kapitalejerne mulighed for at supplere med vedtægtsbestemmelser, hvorefter visse beslutninger henlægges til en generalforsamling, og en minoritet af kapitalejerne kan altid forlange en ekstraordinær generalforsamling efter SL § 89, jf. nedenfor. Der er ikke plads til nogen supplerende regel i dette system. En sådan regel efterleves ikke i praksis og ville i øvrigt skabe en betydelig usikkerhed om gyldigheden af bestyrelsens dispositioner.

Eller teorierne om *aktivt ejerskab* (corporate governance) kan det med rette ansættes, at det er vigtigt, at kapitalejerne altid har mulighed for at træffe beslutninger vedrørende selskabet. De ovenfor anførte muligheder er formentlig generelt tilstrækkelige. Det kunne dog overvejes, om der er behov for at kræve generalforsamlingsgodkendelse i enkelte flere tilfælde. En pligt til at forelægge bestemte spørgsmål for generalforsamlingen følger således af takeoverdirektivets art. 9, hvorefter der skal indhentes forhåndsgodkendelse fra generalforsamlingen, før der iværksættes defensive foranstaltninger mod et fremsat overtagelsestilbud. Denne regel er dog kun indsat som en frivillig regel i SL § 339. Se herved også de nu udfasede Anbefalingerne for aktivt ejerskab punkt 1.3 om overtagesforsøg. Se herom nærmere nedenfor i kap. 16.8. Se tillige FIL § 101 a om kapitalforvalteres pligt til at udarbejde og offentliggøre en politik for aktivt ejerskab.

Det nyeste eksempel på, at der udtrykkelig foreskrives generalforsamlingsbehandling, er reglerne i SL §§ 139 og 139 a-b om godkendelse af vedrøringspolitik og vederlagsrapport. Se også Anbefalinger for god Selskabsledelse, punkt 1, som anbefaler, at aktionærerne aktivt udeover deres rettigheder, og generelt at der sker en styrkelse af generalforsamlingens rolle som forum for kommunikation og beslutninger. Anbefalingerne er i tråd med direktivet om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber, 2007/36/EF, og med ændringsdirektivet fra 2017. Direktivet er som nævnt implementeret med vedtagelsen af selskabsloven, henholdsvis ændringsloven fra 2019.<sup>7</sup>

6. Werlauff antog bl.a. i Generalforsamling og beslutning, p. 97, og Selskabsret, 3. udg., p. 504 f., at der på grundlag af almindelige retsgrundsatninger og en analogi fra AL § 54 bestod en retlig pligt til at forelægge sådanne beslutninger for generalforsamlingen, smt. de forsigtige udtaleser hos Schauburg-Müller og Werlauff, Selskabsloven 3. udg., 2020, p. 682, og i Werlauffs Selskabsret, 11. udg., 2019, p. 574 ff.
7. H. hertil også Debatoiplægget om Aktivt Ejerskab, 1999, p. 211 f. Debatoiplægget indeholder ikke forslag til udvidelse af de emner, som obligatorisk skal forelægges generalforsamlingen.

At anbefale, at kapitalejerne får mulighed for at tage stilling til væsentlige spørgsmål – og at kapitalejerne selv sørger for at udnytte mulighederne for at sikre sig indflydelse – er ikke det samme som at tilslutte sig en teori om, at ekstraordinære beslutninger skal forelægges generalforsamlingen med den retsvirkning, at manglende overholdelse af denne pligt medfører, at beslutningen er ugyldig og uforbindende for selskabet. Ingen dom har (endnu) statueret ugyldighed på grund af manglende generalforsamlingsvedtagelse ud fra det synspunkt, at der var tale om en ekstraordinær beslutning. Afhændelse af selskabets virksomhed ansås i et par ældre domme ikke at være så betydningsfuld en beslutning, at den skulle tages af generalforsamlingen, se U 1936.35 og U 1943.448 Ø. I den sidstnævnte sag om salg af et mejeri og afhændelse af et ejendomsselskabs ejendom ud fra en konkret vurdering ikke sidestillet med en oplösning eller vedtægtsændring. Se også U 1955.887 V, der godkendte en bestyrelsес udlejning af kontorlokaler til en advokat, der var bestyrelsesmedlem og administrator i selskabet. Også Heimdal-dommen i U 1966.31 H kan nævnes i denne forbindelse. Dommen vurderede, at nyinvesterings af ledige midler kan antage en sådan form, at selskabets formål var overskredet, men forudsætningen for sagen var, at selskabet havde ledig kapital, som stammede fra selskabets saig af sine skibe.

Da den danske selskabslov skal dække både meget store selskaber med spredt ejerkreds og små lukkede selskaber, er det i øvrigt vanskeligt at opstille en firkantet regel. I store selskaber må det centrale ledelsesorgan have en betydelig frihed til at gennemføre endog meget store forandringer og strukturtilpasninger, og dette anerkendes også i praksis. I lukkede selskaber kan der være større begrundelse for at inddrage kapitalejerne ved væsentlige beslutninger. En regel herom har dog ikke opstilles, jf. ovenfor.

SL § 76 taler om generalforsamlingen som et *beslutningsforum*. Navnlig i store selskaber er generalforsamlingen sjældent det sted, hvor beslutninger reelt tages. Ofte kommer kun en mindre del af kapitalejerne til stede.<sup>8</sup> Typisk

af forsamlingen. Debatoplagget gør klart ud fra, at selskabslovens optegning er udtommende, jf. således opregningen af opgaver i debatoplagget p. 213. Se de lege forende om eventuel generalforsamlingsgodkendelse af koncernfusionse. Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1996, p. 458 f., og nedenfor i kap. 15.

8. I den svenske betænkning SOU 2001:1, Ny aktiebolagslag, p. 243 oplyses, at modeprisen i svenske koncerterede selskaber er gennemsnitligt 60-70 efter stemmer. Modstøttet visvis er den omkring 40 i Storbritannien. Den forholdsvis høje modeprisen i Sverige hænger sammen med den koncerterede ejerstruktur – som også findes i Danmark. Jf. herved om ejerstrukturens betydning for selskabernes corporate governance Mette Neville i NTS 2001:1 p. 72 f., jf. også samme i NTS 2002:1 p. 106 f. og 2002:2 p. 256 f.

## 11.2. Kapitalejernes indflydelse i selskabet

er de afgivende beslutninger truffet af eller forhandlet på plads med de store kapitalejere forinden generalforsamlingen.<sup>9</sup> De institutionelle investoreres politik for aktivt ejerskab anfører typisk, at de udsæver aktivt ejerskab ved en løbende dialog med selskaberne, se f.eks. ATP's hjemmeside.

I større selskaber tjener generalforsamlingen undertiden mere som informationskanal og forum for kommunikation med kapitalejere.<sup>10</sup> Til dette formål afholder adskillige selskaber også *aktionærsmøder*, hvor ledelsen præsenterer og informerer om selskabets udvikling. Aktionærsmøder er uomtalte i selskabsloven og kan således afholdes så hyppigt og i den form, som bestemmes af bestyrelsen. Selskaber optaget til handel på regulerede markeder skal løbende informere markedet, og dermed også deres aktionærer, om væsentlige forhold vedrørende selskabet. Meddelelser skal gives til Borsen, men lægges også ud på selskabets hjemmeside. Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 1.1 anbefaler generelt, at selskabets aktionærer informeres løbende, bl.a. ved brug af selskabets hjemmeside. En løbende kommunikation med selskabets kapitalejere kan være nyttig, men kan ikke, og bør heller ikke, erstatte generalforsamlingen som et fielles forum for drøftelser og beslutnings-togen.

Selskabsloven hviler på en udtalt forudsætning om, at såvel beslutninger som dialogen mellem kapitalejere og ledelse sker på generalforsamlingen. Flere forskellige forhold har medført, at denne forudsætning ofte ikke er opfyldt. Det er et af tidens væsentligste selskabsretlige spørgsmål, om der kan gennemføres ændringer, der (gen-)giver generalforsamlingen den oprindeligt uütnækkede rolle. Dette spørgsmål er ikke mindst blevet aktuelt, efter at de elektroniske medier giver mulighed for at *kommunikere med aktionærerne løbende* og at afholde og gennemføre generalforsamlinger på helt nye måder, jf. nærmere nedenfor i punkt 11.5 om elektroniske generalforsamlinger.

Ændringsloven i 2019 vedrørende gennemførelsen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv giver ikke alene de »almindelige« aktionærer bedre muligheder for at udøve deres aktionærrettigheder, men forpligter også institutionelle investorer m.v. til at facilitere de »almindelige« aktionærers udøvelse af deres aktionærrettigheder og til selv at være aktive ejere. De institutionelle

9. Denne form for selektiv information rejser en række børstelige problemer. Modtager nogle kapitalejere således væsentlig information om selskabet, bliver de dermed instingue, jf. de børstelige regler. Se om de børstelige problemer nærmere Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Borsretten, 6. udg., 2019, p. 581 f. og Jesper Lau Hansen, Informationsmisbrug, p. 430 f.
10. H. allerede Gomard i T. Baums and E. Wymeersch (eds), Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States, 1999, p. 57 f.

investorer skal have en politik for aktivt ejerskab, som bl.a. beskriver, hvor-  
dan de selskaber, der investeres i, overvåges, samt hvordan stemmerettige  
der udøves, se herved nærmere nedenfor i afsnit 11.4.3.

### 11.3. Ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger

Selskabet skal efter udløbet af hvert regnskabsår afholde *ordinær generalforsamling*, SL § 88, stk. 2. Generalforsamlingerne skal afholdes i så god tid, at det godkendte årsregnskab kan indsendes rettidigt til Erhvervsstyrelsen. Fristen for indsendelse af årstrapporten findes i ARL § 138. Fristen er 5 måneder, dog 4 måneder for borsnoterede og statslige selskaber, jf. også nedenfor i kap. 13.

Vedtegterne skulle efter aktieselskabsloven indeholde en angivelse af, hvilke anliggender der skulle behandles på den ordinære generalforsamling. Vedtegterne skulle således indeholde en *dagsorden* for den ordinære generalforsamling. Et tilsvarende krav findes ikke i SL § 28.<sup>11</sup> Det følger dog af SL § 96, at der skal være en dagsorden. De faste punkter på den ordinære generalforsamlings dagsorden fremgår af SL § 88, stk. 1, og omfatter godkendelse af årsregnskab m.v.<sup>12</sup> og anvendelse af overskud henholdsvis dækning af underskud i henhold til det godkendte årsregnskab. Hvis selskabet ikke er omfattet af revisionspligt, skal en eventuel beslutning om fravælg af revision også tages af generalforsamlingen, jf. nærmere nedenfor i kap. 13. Herudover kan vedtegterne indeholde andre faste punkter, f.eks. vedrørende valg af bestyrelse og revisor, om meddelelse af *decharge*<sup>13</sup> for bestyrelsen eller om be-

11. Ifølge Beslutning 1498 om Modernisering af selskabslagen skyldes de ændrede inholdskrav til vedtegterne i den nye selskabslov et forsøg på at forenkle stiftelsesproceduren, dels ved at genoverveje, hvilke krav der stilles til stiftelsesdokumentet henholdsvis vedtegterne, og dels ved i højere grad at lade det være op til det enkelte kapitalistselskab at regulere indholdet af deres vedtegter. En anden forklaring på den ændrede formulering er, at kravene i APL § 5 og AL § 4 skulle sammenfattes i en bestemmelse. Da anspalter ikke kan uddybes til offentligheden, er kravene til indholdet af et anpartsselskabs vedtegter mindre end kravene til et aktieselskab. Bestemmelserne i SL § 28 er således minimumskravene til et kapitalistselskabs vedtegter, jf. også bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 140.
12. Jf. om årsregnskabets bestanddele nedenfor i kap. 13.
13. Meddelelse af *decharge* er efter den svenske ABL 7 kap. 11 §, et obligatorisk dagsordenspunkt. Begrundelsen er behovet for at få sikret indenfor en kortere tid, om der vil blive rejst en anklagelse. Jf. herved om de svenske regler *Carl Svenslöv* i NTS 2004:1 p. 47 f. og NTS 2007:2 p. 79 f. 1969-bestemningen p. 113 findt ikke, at en obligatorisk regel var nødvendig i Danmark. Bestemmelser om *decharge* er alligevel

nyydigelse til erhvervelse af egne aktier, jf. SL § 198. På den ordinære generalforsamling tages i øvrigt stilling til selskabets udvikling i det forlebne år og til selskabets forhold i øvrigt. Selskabets udvikling redegøres der sædvanligvis for i bestyrelsens beretning, der er et af de første punkter på en sædvanlig dagsorden. Hvilke emner der behandles på generalforsamlingen, afgøres i øvrigt af bestyrelsen og kapitalejerne, jf. nærmere nedenfor i punkt 11.4.2 om dagsordnen.

Ekstraordinære generalforsamlinger kan afholdes så ofte, som der er behov herfor. SL § 89 angiver, hvem der kan forlange indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling. Dette kan selskabets centrale ledelsesorgan, tilsynsrådet eller den generalforsamlingsvalgte revisor, når det skønnes hensigtsmæssigt. Derimod ikke enkelte medlemmer af det centrale ledelsesorgan, medmindre en sådan ret tillægges dem i vedtægterne, jf. § 89, stk. 1.

Formålet med en indkaldelse kan bl.a. være at orientere kapitalejerne om vigtige begivenheder i selskabet, at sikre kapitalejernes samtykke til betydningsfulde afgørelser, eller indkaldelsen kan være nødvendiggjort af, at visse beslutninger skal træffes eller kun kan træffes (i anledning af kapitaltab, kapitalændring, vedtægtsændring, fusion osv.) af generalforsamlingen.

I anpartsselskaber kan enhver anpartshaver forlange, at der indkaldes til ekstraordinær generalforsamling til behandling af et bestemt angivet emne, jf. SL § 89, stk. 2.

I aktieselskaber gælder efter § 89, stk. 3, den betydningsfulde regel, at en aktionärminoritet på 5 pct. af aktiekapitalen kan forlange generalforsamling indkaldt til behandling af »et bestemt angivet emne«. Det er tale om en øjet minoritetsbeskyttelse i forhold til den tidlige bestemmelse i AL § 70, som krævede en tiendedel af aktiekapitalen. Indkaldelsen skal foretages af det centrale ledelsesorgan, ikke af aktionärminoriteten selv.

Emnet behøver ikke at gå på en beslutning, men kan også være en drøftelse af visse forhold vedrørende selskabet. Det angivne emne må dog være konkretiseret, smt. U 1942.403 Ø (»Henvendelse til Undervisningsministeriet; ikke tilstrækkeligt konkretiseret«), jf. også nedenfor om kravene til generalforsamlingens dagsorden. Det centrale ledelsesorgan har pligt til at indkalde generalforsamlingen efter kapitalejernes begæring, uanset om den finder sted senest 14 dage efter indkaldelsen skadelig for selskabet eller skønner, at forslaget ikke kan vedtages. Kun hvis forslaget ikke lovligt kan vedtages, kan indkaldelse nægtes.<sup>14</sup>

almindelige i danske selskabers vedtægter, jf. herved også nedenfor i kap. 14.1.5 vedrørende SL § 364, stk. 2-4.

14. Lars Bunch og Søren Corfæusen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 415, antager derimod, at indkaldelse kan undlades, hvis bestyrelsen skal godkende forslaget (kapitel 14).

Begæringen om ekstraordinær generalforsamling skal være skriftlig etc., evt. pr. mail, hvis selskabet har truffet beslutning om elektronisk kommunikation, jf. SL § 92.

### 11.4. Generalforsamlingens afholdelse

#### 11.4.1. Indkaldelsen

Generalforsamlinger indkaldes og tilrettelægges af det centrale ledelsesorgan, jf. SL § 93, stk. 1. Hvis det centrale ledelsesorgan undlader en pligtmæssig indkaldelse, eller hvis kapitalsekskabet ikke har et centraalt ledelsesorgan, indkaldes generalforsamlingen efter anmodning fra et medlem af kapitalsekskabets øverste eller centrale ledelsesorgan, den generalforsamlingsvalgte revisor eller en kapitalejer, af Erhvervsstyrelsen, jf. § 93, stk. 2.

SL §§ 94-96 indeholder nærmere regler om indkaldelsen. Indkaldelsen sker på den måde, vedtægterne bestemmer, jf. SL § 95, stk. 1. Dette gælder både aktie- og unpartesselskaber. Vedtægterne skal indeholde bestemmelser om indkaldelse til generalforsamling, jf. SL § 28, nr. 6. Indkaldelse kan enten ske elektronisk, se nærmere herom nedenfor i punkt 11.5, eller på traditionel måde. Det vil i aktieselskaber i almindelighed sige ved skriftlig meddelelse til aktionærerne eller ved indkaldelse i Erhvervsstyrelsens it-system. Indkaldelsen til en generalforsamling i selskaber optaget til handel på et reguleret marked skal straks offentliggøres via Borsen, jf. Nasdaq Nordic Main Market Rulebook pkt. 3.4, samt på selskabets hjemmeside, jf. SL § 95, stk. 4. Skriftlig indkaldelse skal ske af alle i ejerbogen noterede aktionærer, der har fremsat begæring herom. Kan selskabets aktier lyde på ihændchaveren, skal indkaldelse (tillige) ske i Erhvervsstyrelsens it-system.

Indkaldelsen skal ske med en frist, der lønner kapitalejerne tid til at overveje, om de vil møde, og til at forberede sig til generalforsamlingen. SL § 94 sætter præceptive rammer for fristen; tidligst fire uger og senest 2 uger. For selskaber, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, er de tilsvarende frister 5 uger, henholdsvis 3 uger. Vedtægterne for disse selskaber kan i

ta indskudstilse, jf. SL § 189, stk. 1) og ikke vil dette. Derimod Werlauff, Generalforsamling og beslutning, p. 266. En indkaldelse er ikke formalitets, idet generalforsamlingen kan afsætte bestyrelsen og finde en ny, der vil godkende forslaget. Se også Jan Schaus Christensen, Kapitalsekskaber, 5. udg., 2017, p. 551.

meddeler af SL § 84, stk. 1, kræve anmeldelse af deltagelse i generalforsamlingen tre dage før denne.<sup>15</sup> Loven har hidtil forudsat, at generalforsamlingen afholdes på en synlig lokalitet, hvor aktionærerne kan komme til stede. Internationaliseringen af aktiekredsen, it-udviklingen og senest coronapandemien har endret disse forudsætninger. Jf. om elektroniske generalforsamlinger nedenfor i punkt 11.5. Er der ikke en vedtægtsbestemmelse herom, afholdes generalforsamlingen på selskabets hjemsted, jf. SL § 87. Vedtægterne kan bestemme, at den skal afholdes på »et angivet sted«. Stedet kan være i eller uden for Danmark. En vedtægtsændring, hvorved generalforsamlingen henlægges til udlandet, kan være relevant, hvis aktiekredsen (overvejende) består af udlandinge. En sådanns beslutning om at flytte generalforsamlingen til udlandet vil omvendt være i strid med generalklausulen i SL § 108.

Sæder skal ikke nødvendigvis være eksakt bestemt, men kan f.eks. angives som inden for »Århus Kommune«, men derimod næppe i »Jylland«. Inden for den angivne ramme træffer bestyrelsen valget, efter hvad der er hensigtsmæssigt, og således at der ikke legges unødige hindringer for kapital ejernes fremmøde.

Indkaldelse til generalforsamling skal efter SL § 93 foretages af det centrale ledelsesorgan. Det betyder i praksis alene, at det er det centrale ledelsesorgans ansvar at sørge for, at indkaldelse sker. Indkalder det centrale ledelsesorgan ikke til en generalforsamling, som skal afholdes efter loven, vedtægterne eller en generalforsamlingsbeslutning, indkaldes generalforsamlingen efter anmodning af erhvervsstyrelsen, jf. nærmere § 93, stk. 2-4.

15. Ved indkaldelse via styrelsens B-system begynder fristen formentlig at løbe fra den dag, indkaldelsen er offentliggjort, jf. herved ARL § 153 a, stk. 3, hvorefter en digital meddelelse fra styrelsen anses for at være kommet frem, når den er tilgængelig for adressaten for meddelelsen. Ved indkaldelse pr. brev er det jo et givet grænse, at fristen løber fra det tidspunkt, indkaldelsen må antages at komme frem, sml. herved *Werksgj. Generalforsamling og beslutning*, p. 279 f. Ifalke Lars Bunch og Søren Corfjærn Whitt, *Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 439, kan fristen regnes fra brevets afsendelse, men dermed forkortes den reelle frist yderligere; sml. Jan Schatz Christensen, *Kommentar*, p. 309; sml. også den svenske ABL 7 kap., 18 §, hvor minimumsfristen er fire uger i publiku aktiebolag og ellers 2 uger. Der gælder i øvrigt særlige kryds-kvalifikationer de børsnoterede selskaber skal give tilgængelige for deres aktionærer på deres hjemmeside, jf. SL § 99, stk. 1, nr. 1-5.

### II.4.2. Dagsorden

Indkaldelsen til generalforsamling skal indeholde en dagsorden, dvs. en fortegnelse over, hvilke anliggender der skal behandles på generalforsamlingen, jf. SL § 96. I aktieselskaber skal dagsordenen med bilag gøres tilgængelige til eftersyn for aktionærerne, jf. SL § 98. Dette kan eksempelvis ske via schiksals hjemmeside.

I selskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked, skal indkaldelsen yderligere indeholde en række oplysninger om aktiekapitalen, om procedurene for udøvelse af aktionærernes stemmeret og om udøvelse af aktionærernes finansielle rettigheder, jf. SL § 97. Selskabet skal ligeledes fastsætte procedurer for stemmeafgivelse ved fuldmagt, jf. SL § 97, stk. 2, altsammen for at forbedre aktionærernes muligheder for at udøve indflydelse.

Dagsordenen styrer generalforsamlingen. Det er derfor helt afgørende, hvem der har indflydelse på dagsordenens indhold. Det har dels det centrale ledelsesorgan og dels kapitalejerne. Det centrale ledelsesorgan uformér dagsordenen og optager alle emner, som den skønner hensigtsmæssige. Det centrale ledelsesorgan kan således til enhver tid forelægge et hvilket som helst spørgsmål vedrørende selskabet for kapitalejerne og skal som nævnt gøre det i særlige tilfælde. Densudover kan enhver kapitalejer forlange at få »et bestemt emne« optaget på dagsordenen og behandlet på den ordinære generalforsamling, jf. SL § 90. Vedrørende den ekstrordinære generalforsamling gælder reglerne i SL § 89, som i aktieselskaber alene giver en 5-pcts minoritet ret til at få indkaldt en generalforsamling til behandling af »et bestemt emne«, som er angivet af minoriteten. Enhver anpartshaver kan forlange, at der afholdes ekstrordinær generalforsamling, jf. bestemmelsens stk. 2.

Selskabsloven angiver ikke nærmere, hvad der ligger i udtrykket »et bestemt emne«. Formelt må det kræves, at emnet er så konkret formuleret, at det er egnet til at blive optaget på dagsordenen. Materialt må det angå selskabets forhold, jf. straks nedenfor.

I aktieselskaber skal anmodningen fremsættes så betids, at det centrale ledelsesorgan har praktisk mulighed for at medtage punktet, såfremt kravet rejses senere end 6 uger før generalforsamlingens afholdelse. Fremsættelse kravet før denne frist, har aktionærer altid krav på at få emnet optaget på dagsordenen, jf. SL § 90, stk. 2. Hvis indkaldelsen allerede er udfierdiget, kan det centrale ledelsesorgan, hvis det vil, udsende en kompletterende dagsorden inden for lovens tidsfrist for indkaldelse; se SL § 94. Vedtægterne kan indeholde en fast frist, inden hvilken forslag skal være indgivet. Fristen har kun det praktiske formål at gøre det muligt at udarbejde dagsordenen. Den må som nævnt ikke være længere end 6 uger, jf. § 90, stk. 2, og i øvrigt ikke længere end dette formål betinger. I selskaber, hvis aktier handles på et reguleret marked,

skal bløde datoen for afholdelse af generalforsamling og den seneste frist for opstilling af emner på generalforsamlingen offentliggøres, medmindre datoerne fremgår af vedtægterne.<sup>16</sup>

Bestemmelserne i § 90 omfatter ikke opstilling af kandidater til valg af ledelsesmedlemmer. Kandidater kan opstilles på selve generalforsamlingen, såfremt dagsordenen indeholder et punkt om valg af ledelsesmedlemmer.

Bestemmelserne i § 90 er udtryk for en fundamental aktieretlig beføjelse, som ikke kan afskæres. Det centrale ledelsesorgan kan ikke nægte at optage et emne på dagsordenen, dog forudsat at det vedrører selskabets forhold. Selskabets generalforsamling bør eksempelvis ikke benyttes som forum for øventlige politiske manifestationer, men på den anden side åbner den nyere udvikling i selskabsretten, som inddrager samfundsansvar, herunder CSR, ESG, diversitet mv. i det selskabsretlige univers, op for, at en videre emne-kreds kan tages op på generalforsamlingen. Det centrale ledelsesorgan kan ikke nægte at optage et emne på dagsordenen, selv om den anser optagelsen for ubehigsmæssig eller skadelig for selskabet. Formentlig heller ikke selv om den anser det for sikkert, at et forslag ikke kan vedtages, fordi der kræves begrundelsesamtlykke, jf. SL § 189.<sup>17</sup>

Dagsordenen skal give kapitalejerne tilstrækkelig og pålidelig information om, hvilke spørgsmål der skal behandles. Angivelsen af de enkelte punkter må derfor være så klar, præcis og udtemmende, at dette formål nås. Hertil kræves ikke nødvendigvis, at forslag m.v. i deres fulde ordlyd gengives. Det centrale ledelsesorgan kan på loyal måde formulere emnet. Ved forslag om vedtægtsændringer skal forslagets væsentligste indhold angives, jf. SL § 95, stk. 2. Skal der træffes beslutninger, som kræver kvalificeret flertal efter SL § 106, stk. 1, skal forslagets væsentligste indhold gengives, jf. SL § 96, stk. 1, hvomod beslutningsforslag, der kræver enighed efter bl.a. § 107, stk. 1, skal indeholde den fulde ordlyd, jf. § 96, stk. 2. Det samme gælder, hvis der skal træffes beslutning om afholdelse af fuldstændig elektronisk generalforsamling, jf. § 77, stk. 2, eller om elektronisk kommunikation, jf. § 92, stk. 1 og 5.

16. Skubbes afholdelsen af generalforsamlingen nogle dage - f.eks. på grund af sygdom eller lokalernes ledighed – efter at datoerne er offentliggjort, må dette ikke komme aktionærernes mulighed for at fremsætte krav om optagelse af emner på dagsordenen må ikke forringes af den grund, jf. således bemærkningerne til loven.
17. Jf. således Werlauff, Generalforsamling og beslutning, p. 287, smt. Werlauff, Selskabsret, 11. udg., 2019, p. 544. Anderledes Lars Bunch og Søren Corfixen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 415 vednærende indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling.

Dagsordenens retlige betydning er, at den afgør, hvilke sager der skal og kan behandles på generalforsamlingen. Sager, der ikke er sat på dagsordenen, kan ikke afgøres, medmindre alle kapitalejere er til stede og samtykker, jf. SL § 91. Undtagelse herfra gælder dog vedrørende sager, som ifølge loven eller vedtægterne skal behandles, ligesom det altid kan besluttes at indkalde til ekstramordinær generalforsamling, jf. SL § 89. At en kapitalejer kan få et emne optaget på dagsordenen indebærer, at punktet skal »behandles« således, at bl.a. den pågældende kapitalejer kan redegøre for indholdet og eventuelle forslag. På den anden side åbnes der som nævnt ikke op for fri adgang til at benytte generalforsamlingens talerstol som platform for politiske manifestationer m.m. Det er dirigentens opgave at finde den nødvendige balance, jf. nedenfor i punkt 11.4.5.

Dagsordenens angivelse af et forslag er naturligvis ikke udtryk for, at kun forslaget i den angivne skikkelse kan vedtages eller forkastes. Ändringsforslag kan stilles og vedtages inden for den grænse, hvor man kan sige, at der er tale om »samme sage.<sup>18</sup> At afgøre, hvornår man overskridet denne grænse, kan selvsagt være vanskeligt i det enkelte tilfælde. Også denne afgørelse må træffes af dirigenten. De to hovedsynspunkter, der er afgørende, er på den ene side, at kapitalejerne ikke skal kunne »kuppess«, ved at der træffes beslutninger om andre emner, end de har kunnet forudse på grundlag af dagsordenens ordlyd, og på den anden side, at der selvfølgelig skal kunne træffes beslutninger, som er påvirket af diskussionen på generalforsamlingen, således at denne diskussion ikke skal indskrænke sig til et ja eller nej til dagsordenens eksakte forslag.

Mange dagsordener afrundes med punktet »eventuelt«. Det sker undertiden, at en kapitalejer under generalforsamling fremkommer med et ønske om at få behandlet et emne, som ikke fremgår af dagsordenen. Under punktet eventuelt kan der imidlertid ikke træffes beslutninger af blot nogen betydning for sejekabet.<sup>19</sup> Der kan alene gives orientering, stilles forslag til senere generalforsamlinger og lignende.

### 11.4.3. Adgang til generalforsamlingen

Enhver kapitalejer har ret til at møde på generalforsamlingen og tage ordet dør, jf. SL § 78. Også kapitalejere uden stemmeret, jf. nedenfor i afsnit 11.4.4, har ret til at møde og tage ordet. I aktieselskaber kan vedtægterne af praktiske grunde dog betinge deltagelse af forudgående anmeldelse senest 3

18. Jf. herved også Jan Schans Christensen, Kapitalerselskaber 5. udg., 2017, p. 554 og Werlauff, Generalforsamlingen, 2018, p. 66.

19. Jf. herved også Jan Schans Christensen, a.st., p. 554.

dage, før generalforsamlingen, jf. § 84, stk. 4. For selskaber, hvis aktier er opnaget til handel på et regulert marked, fastsættes aktionærernes ret til at deltage i generalforsamlingen og afgive stemme i forhold til de aktier, aktionærerne besidder på registreringsdatoen, jf. SL § 84, stk. 1, dvs. 1 uge før generalforsamlingens afholdelse, jf. stk. 3. Reglerne i § 84, stk. 1-4, kan tilsvare i andre aktieselskaber og i anpartsselskaber, jf. § 84, stk. 5. Generalforsamlinger skal endvidere være åbne for pressen iflg. de børnefælige regler. Det samme gælder statslige selskaber, jf. SL § 76, stk. 6, og finansselskaber, jf. FIL § 67, stk. 1. At pressen har adgang, indebærer ikke, at der er adgang for enhver, men vedtægterne kan bestemme, at »generalforsamlingen er offentlig«, hvilket vil sige åben for alle interesserende.<sup>29</sup> Eftersom § 76, stk. 4, er der endvidere tillagt det centrale ledelsesorgan kompetence til at bestemme, at andre end de efter loven berettigede kan overvære generalforsamlingen. Denne kompetenceregel giver dog ikke det centrale ledelsesorgan en eksklusiv ret. Generalforsamlingen kan fortsat træffe beslutning om adgangen til generalforsamlingen, såfremt dette bestemmes i vedtægterne.

Er kapitalejeren forhindret i at møde, har han ret til at møde ved fuldmægtig, som kan vælges frit, jf. SL § 80. En fuldmægtig kan repræsentere flere kapitalejere og stemme forskelligt på vegne af de forskellige kapitalejere.

Afgangen til at møde ved fuldmægtig er en vigtig rettighed, som kan fremme aksionærdemokratiet (kapitalejerdemokratiet). Til fordelene herer, at anvendelse af fuldmagter kan give kapitalejere, der er spredt geografisk, mulighed for at øve indflydelse. Internationale investorer benytter sig eksempelvis ofte af lokale fuldmægtige, der ofte også rådgiver om, hvorledes der stemmes. Det sidstnævnte kan indebære problemer, bl.a. med hensyn til interessekonflikter hos rådgiverne. Dette er et problem, som påpeges i Kommissionens handlingsplan fra 2012.

Afgangen til at møde ved fuldmægtig gælder for kapitalejere, der er konkret forhindret i at deltage eller ikke ønsker at deltage. Det må ikke overses, at anvendelse af fuldmagter og/eller rådgivere som de såkaldte »proxy-

<sup>29</sup> Generalforsamlingen kan derimod modsatte sig radio- eller tv-optagelse, jf. Erhvervsankens afgørelse af 26. april 1990, Årsberetningen 1990 p. 41. Pressens ret i statslige selskaber mulighed for at forberede sig ved at anmode om at få tilsendt selskabets årsrapport 14 dage forinden generalforsamlingen, jf. ARL § 158. Se kritik til Erhvervsankens afgørelse og for en videregående adgang til generalforsamlingen Jesper Lau Hansen i U 2005B, p. 113 f.

advisors<sup>21</sup> kan reducere kapitalejernes omkostninger og besvær (agenciekostninger) med at sætte sig ind i selskabets forhold. En hovedårsag til passivitet er ofte, at der ikke er et rimeligt forhold mellem den indsats, der skal gøres for at tage stilling til de forskellige spørgsmål på et ordentligt grundlag, og det udbytte, den enkelte kapitalejer får af sin indsats.

Undertiden søger selskabets ledelse, en enkelt kapitalejer eller en gruppe af kapitalejere ved indsamling af fuldmagter at samle et tilstrekkeligt antal stemmer til at gennemføre – eller forhindre – en given bestyrning. Baggrunden kan f.eks. være forsøg fra »menige« kapitalejere på at samle støtte til kritik af ledelsen og/eller udskiftning af denne, eller der kan være tale om at hindre forsøg på hjældelig overtagelse ved, at selskabet gennemfører diverse forsvarsforanstaltninger herimod, jf. herom nærmere nedenfor i kap. 16.8.

Selskabsloven indeholder i modsætning til flere fremmede selskabslove ikke nærmere forskrifter om fuldmagtens indhold eller om fuldmagtsindsamling – se dog ovenfor om SL § 97, stk. 2, nr. 2, om beskrivelse af proceduren for stemmeafgivelse ved fuldmagt.

Fuldmagtsindsamling rummer flere selskabsretlige problemer både i forholdet mellem fuldmagtsgiverne (kapitalejeren) og i forholdet mellem selskabsledelsen, som kan benytte selskabets administrative apparat, og (andre) aktionærgrupper (kapitalejergrupper). Afgivelse af fuldmagt til andre end den siddende ledelse giver klare fordele. Fuldmagter til den siddende ledelse er mere problematiske. Den mest generelle betenkelsighed går på, at fuldmagtsindsamling kan misbruges til at sikre den siddende ledelse respektive en minoritet, der står samlet, den reelle magt i forhold til flertallet af passive investorer. Ud fra et corporate governance-synspunkt kan man betegne fuldmagtsindsamling som et mishrug, i det omfang den afskærer kapitalejere fra at udøve den indflydelse eller kontrol, som er det centrale mål med corporate governance, jf. foran i kap. 2. Betenkelsighederne ved fuldmagtsindsamling fra ledelsens side er naturligvis størst, såfremt fuldmagten indholdsmæssigt og tidsmæssigt er ubegrenset (blanco-fuldmagter) og gives på et ikke-informeret grundlag. Omvendt mindre, såfremt fuldmagt kun gives med hen-

21. Se definitionen i lov om finansiel virksomhed § 5, stk. 1, nr. 71. I kort form er stådgivende stedsfortredere (proxy advisors) finansielle virksomheder, som analyserer oplysninger fra besnoderede selskaber med henblik på at rådgive investorer om stemmeafgivningen i de pågældende selskaber. Se også ovenfor i teksten om FIL § 101a. De to største proxy advisors på det danske marked er ISS (Institutional Shareholder Services) og Glass Lewis.

blik på en konkret generalforsamling, vedrørende et bestemt emne og med forstørrelse vedvarende fuldmagtigens stemmeafgivning.<sup>22</sup>

Selskabsloven indeholder det formkrav til fuldmagten, at den skal være skriftlig og dateret, jf. SL § 80, stk. 2. Fuldmagt kan gives til en bestemt person, den kan gives »med substitutionsret«, til ordre eller til ihændehaveren. Gives fuldmagten til kapitalsekskabets ledelse, kunne den indtil evalueringen af selskabsloven i 2013 kun gives med henblik på en bestemt generalforsamling og ikke gives for en længere periode end 12 måneder, jf. den dagelærende SL § 80, stk. 4. Flest betenkigheder er der som nævnt ved fuldmagter til ledelsen. Gennem et krav om regelmæssig formyelse af fuldmagten sikres de passive aktieselskabs ejere mod at blive sat helt uden for indflydelse. Efter den tidligste fuldmagter til andre end ledelsen gjaldt kravene om tidsmæssig begrænsning også for andre gives på ubegrænset tid.<sup>23</sup> Fuldmagten er frit genkaldelig. Der kan således ikke selskabsretligt gives uigenkaldelige fuldmagter eller opstilles begrænsninger i genkaldeligheden.

I forbindelse med ændringerne i aktieselskabsloven i 2003 blev det overvejet at begrænse adgangen til at give fuldmagt til ledelsen. I det første udkast til ændringsloven var der indsat et forbud mod at afgive blankofuldmagter til bestyrelsen. Efter høringsfasen blev reglen reduceret til en tilfejelse til den

22. I USA har SEC udledt regler – proxy rules – bl.a. om fuldmagtsindsamling i benyttende selskaber (*publicly held corporations*). Nogle hovedlinjer i disse regler er, at der stilles krav til de informationer, som skal afgives til aktionærerne, såfremt selskabet ledelse indsamler fuldmagter, og at (andre) forslag stillet af aktionærer skal give, således at modtagerne af anmodningen om fuldmagtsafgivelse kan tage disse i betragtning. Særlige krav stilles i forbindelse med såkaldte *proxy fights*, dvs. kamp om magten i selskabet mellem en aktionær/aktionærgruppe og selskabets ledelse. SEC's proxy rules kan ses på SEC's hjemmeside [www.sec.gov](http://www.sec.gov). Adskillige af de internationale corporate governance codes indeholder regler om fuldmagter. Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 1.2.2 anviser, at fuldmagter bør give aktionærerne mulighed for at tage stilling til hvert enkelt punkt på dagsordenen. Se også den svenske betenkning SOU 1995:44 om selskabets organisation p. 11 ff., 164 f. jf. endvidere overvejelserne i SOU 2001:1 p. 250 f. Reglerne om fuldmagter findes nu i ABL 7 kap., 3 og 4 §. Som udgangspunkt må fuldmagter ikke samles ind af selskabet. Ledelsen kan dog indsamle fuldmagter, såfremt der anvendes en fuldmagtsformular, der præciserer indholdet af fuldmagten som angivet i 4 §, 2. stk.
23. Enhveringen blev i forarbejderne begrundet i, at erfaringerne har vist, at de tidligere begrænsninger i en række tilfælde havde den modsatte virkning (af den tilstigende) og i praksis blev oplevet som en barriere for, at kapitalejeren kan udøve sine forvaltningssvære rettigheder.

## Kapitel 11. Generalforsamlingen

davarende AL § 66, stk. 2, som blev videreført i SL § 80, stk. 4, som nu er ophævet jf. ovenfor. Der er hverken forbud mod blankosuldmagter til ledelsen – eller til andre. Der er dog selvagt intet til hinder for, at det centrale ledelsesorgan i forbindelse med indsamlingen af fuldmagter vælger at følge Anbefalinger for god Selskabsledelse (punkt 1.2.2) om, at fuldmagten giver aktionærerne mulighed for stillingtagen til hvert enkelt punkt, eller at der gives information om ledelsens holdninger eller andre forhold ud over det lovpigtede krav vedrørende indkaldelsen. Det står ligeledes den enkelte kapital ejer frit at give forskrifter vedrørende udnyttelsen af fuldmagten.

Fuldmægtigen har naturligvis pligt til at følge fuldmagtsgiverens eventuelle instrukser. Fuldmagten kan som nævnt også selv indeholde begrænsninger, som både fuldmægtigen og selskabet må respektere. Angiver fuldmagten eksempelvis, at fuldmægtigen skal stemme på bestemte personer til bestyrelsen, skal dirigenten påse, at dette overholdes. Vanskeligere problemer opstår, hvis instrukser i fuldmagten er uklare eller mindre bestemt angivet. Dirigenten er nødt til at tage stilling til, om fuldmagten er så klar, at fuldmægtigen i det hele taget kan stemme, men kan formentlig i øvrigt henvisse til civilt spørgsmål, jf. SL § 109. Der er ikke enighed om, i hvilket omfang selskabet i øvrigt skal eller må tage hensyn til fuldmagtsgiverens begrænsninger, som er selskabet bekendt, men som ikke fremgår af fuldmagten.<sup>24</sup> Problemet minder om spørgsmålet, om der skal tages hensyn til bindinger i ejeraftaler. Selskabsloven har forsøgt at skabe en klar retsstilling på dette område ved udtrykkeligt at sätta fast, at ejeraftaler ikke er bindende for kapitalselskabet, jf. SL § 82 samt foran i kap. 5.2.4.

En kapitalejers inhabilitet vil også omfatte en fuldmægtig, jf. SL § 86. Har en fuldmægtig modtaget fuldmagter fra flere kapitalejere, kan fuldmægtigen stemme forskelligt på vegne af de forskellige kapitalejere, jf. SL § 80, stk. 3.

SL § 80, stk. 4, indeholder særlige krav om anvendelse af fuldmagtsblanketter m.v. i aktieselskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked. Se om blanketternes indhold nærmere i bestemmelsen. Fuldmagsblanketterne kan være skriftlige eller elektroniske eller begge dele. Blanketterne skal gøre det let at udnytte adgangen til at benytte fuldmægtige.

24. Bekræftende således Gomard i Jur. 1969 p. 358, jf. Gomard 1970 p. 264 f. (i modsætning til Roos, Avtal och Rösträtt, p. 180 ff., jf. også Jan Schaus Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 559. Avisende Schaumburg-Müller/Werlauff, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 595. Spørgsmålet kan løses ved en vedtagelsesstemmefrise, der angiver, at selskabet ikke skal tage hensyn til eventuelle indskrænkninger i fuldmægtigens beføjelser).

Navnlig udenlandske aktionærer stemmer ofte ved hjælp af rådgivere, proxy advisors. Dette kan bl.a. ske via en fuldmægtig efter rådgivning fra den pågældende advisor. Lov om finansiel virksomhed § 101 a har til formål at sikre gennemskuelighed vedrørende proxy advisors' virksomhed. Danske institutionelle investorer kan også benytte proxy advisors. Det er forsikelligt, i hvilket omfang dette sker. For at realisere målsetningen om aktivt ejerskab skal de institutionelle investorer følge det enkelte selskab, som den pågældende investor har investeret i. Dette er ikke altid muligt, og i hvert fald omkostningskrævende, selvagt istet i forhold til investeringer i udenlandske selskaber, som de har investeret i, og stemmer selv på generalforsamlinger.<sup>25</sup> Kapitalejere og fuldmægtige er endvidere berettiget til at møde sammen med en rådgiver, jf. SL § 81.

Det centrale ledelsesorgan som sådan har både ret og pligt til at være repræsenteret på generalforsamlingen for at kunne udføre de funktioner, som loven påtægger ledelsen med hensyn til aflæggelse af beretning, besvarelse af spørgsmål m.v. Formentlig har også de enkelte ledelsesmedlemmer ret til at være til stede og deltage i forhandlingerne.<sup>26</sup> Generalforsamlingen må dog kunne udelukke det centrale ledelsesorgan eller enkelte medlemmer fra forhandlingerne vedrørende bestemte punkter, f.eks. vedrørende ledelsens afdeling eller vedrørende et muligt ansvar, hvis den ønsker at fore forhandlinger uden de pågældendes tilstedeværelse. Hensynet til at give kapitalejerne det fornødne beslutningsgrundlag må dog føre til, at enhver kapitalejer kan kræve, at det centrale ledelsesorgan får lejlighed til at besvare spørgsmål eller give sin mening til kende inden en eventuel afstemning.<sup>27</sup>

Det centrale ledelsesorgan har både efter lovgivningen og efter almindelig generalforsamlingspraksis en central rolle på generalforsamlingen. SL § 102 påtægger således det centrale ledelsesorgan en oplysningspligt over for aktionærerne, jf. nedenfor.

25. Se eksempelvis ATP's redegørelse »Aktivt ejerskab«, 2020, p. 10, om »dådian bruger ATP sin stemmeret«. Redegørelsen kan ses på ATP's hjemmeside, [atp.dk](http://atp.dk). ATP's betyrelses politik for aktivt ejerskab kan ligeledes ses på hjemmesiden. Det indledende princip i politikken er, at »(ATP) er en aktiv investor og gør benender brug af vores stemmeret«.

26. If. således Gomarif i Festskrift til Rohde p. 142. Jf. også en afgørelse af 1982 fra Handelsministeriet refereret hos Lars Bunch og Søren Corfusen Whitt, Schakabsloven, 3. udg., 2018, p. 327.

27. If. også Gomard/Schramburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 401 f.

Selskabets eventuelle generalforsamlingsvalgte revisor har maderet på generalforsamlingen og modepligt, hvis et medlem af den øverste ledelse eller en kapitalejer anmoder herom, jf. SL § 103 og jf. også nedenfor i afsnit 11.4.2 vedrørende kapitalejernes spørgsmålsret. Omfattes selskabet af undtagelsen om revisionspligt i små virksomheder, jf. herom nedenfor i kap. 13, og har selskabet udnyttet undtagelsesreglen, har selskabets revisor ikke maderet og modepligt efter selskabslovens regler, selv om revisor har bistået med selskabets årsrapport f.eks. med review eller andet arbejde, der afsluttes med en erklæring. Revisor kan dog naturligvis være til stede efter aftale med selskabet.

### 11.4.4. Stemmeret

Enhver aktie skulle efter aktieselskabsloven give stemmeret. Det var udgangspunktet i AL § 67, stk. 1, der hvilede på en generel forudsætning om, at kapitalindsats og indflydelse harer sammen.<sup>28</sup> Man kan dog ikke sige, at aktieselskabsloven anerkendte et proportionalitetsprincip (one share – one vote).<sup>29</sup>

I selskabsloven er muligheden for, at kapitalselskaber kan udstede stemmeløse kapitalandele, blevet gennindført. Man er således gået tilbage til den retilstand, som fandtes før 1973-revisionen af aktieselskabsloven. Kapitalandelens stemmeværdi kan gradueres, og kapitalandelene kan gøres stemmeløse, jf. SL § 46, stk. 1. Det er dog fortsat udgangspunktet, at kapitalandele har stemmeret, men udgangspunktet kan fraviges ved en vedtægtsbestemmelse. Adgangen til at opdelt kapitalen i klasser på grundlag af stemmeretsdifferenciering anvendes i vidt omfang og kan tjene mange legitime formål. Den muliggør eksempelvis gennemførelse af afbalancerede ordninger i forbindelse med generationsskifter. En opdeling i A- og B-aktier har navnlig tidligere været almindelig i forbindelse med borsintroduktioner og anvendes ofte som led i forsvar mod fjendtlige overtagelser. Der har imidlertid i flere sammenhænge været rejst kritik af, at kapitalindsats og indflydelse ikke harer sammen. Kommissionens handlingsplan fra maj 2003 gav således udtryk for, at en udbygning af aktionærdemokratiet indebar en gennemførelse af et »one share – one vote«-princip. Der har og

28. Jf. betænkning 1964 p. 151 og henil i det hele betænkning 1229:1992 om Forenkning og fremtidstilpassning af selskabslovene p. 15 ff.
29. Dertil var udtalelsene i forarbejdeme for vage og fravigelserne i loven for klare, jf. nedenfor. Der lå alene i betænkningens bemærkninger en begrundelse for at opnive adgangen til at have stemmeløse aktier og indføre reglen i den daværende § 67, stk. 1. I modsætning til aktieselskabslovene havde anpartsselskaberne frihed til at have stemmeløse anparte.

et tidligere været forslag i denne retning fra EU.<sup>30</sup> Indførelsen af SL § 46 må således siges at være et skridt i den modsatte retning.

Sporosmålet om stemmeretsbegrensninger var et af hovedpunkterne i beretningen om forenkling og fremtidstilpasning af selskabsloven fra 1992. Beretningen indeholdt en vurdering af hovedargumenterne for og imod stemmeretsbegrensninger. Debatoplægget om Aktivt ejerskab fra 1999 overvejede på ny spørsmålet om stemmeretsbegrensninger ud fra et corporate governance-synspunkt og fandt sammenfattende, at det ud fra effektivitetsovervejelser er vanskeligt at pege på, i hvilken retning brugen af aktieklasser trækker.<sup>31</sup> Diskussionen om stemmeretsbegrensninger går ikke alene på, om disse er nyttige henholdsvis skadelige, men også på om det er en opgave for lovgiver at tage stilling hertil. I overensstemmelse med nyere tanker om deregulering antages af mange, at markedet selv vil være i stand til at regulere problemet. En vis bekrefelse herpå kan findes i, at en række store selskaber har afskaffet aktieklasser i forbindelse med eller efter borsintroduktion. Optagelse af en stemmeretsbegrensning kan efter omstændighederne øge aktieværdien/muliggøre en overtagelse af aktiemajoriteten og dermed skaffe de nuværende aktionærer en væsentlig gevinst. Udvalget for Modernisering af Selskabsretten har med indførelsen af § 46 tilsluttet sig denne tankegang. Det

30. IE-styrelsens forslaget til det 5. direktiv *Werlauft*, EU-Selskabsret, 1999, p. 289 f., og Beslutning 1229:1992 p. 15 f. Anbefalingerne fra *The High Level Group of Company Law Experts* af 10. januar 2002 til takeoverdirektivet indeholder en breakthrough-regel, hvoraf den, der har kontrol over 75 % af den risikohørende kapital, kan genanvende stemmebegrensninger i vedtagterne. I det vedtagne direktiv blev reglen imidlertid gjort facultativ, se nedenfor i knp. 16.7. Opdeling i aktieklasser i forbindelse med borsintroduktionen et ikke sket i de senere år. Derimod fastholder ca. halvdelen af alle borsnoterede selskaber den bestående opdeling, dog med en faldende tendens, se herom *Casper Rose NTS* 2001:2 p. 187. Narby-udvalget anbefalede, at der ikke indføres stemmeretsbegrensninger m.v. I den seneste version af Anbefalinger for god Selskabsledelse er der blot en neutral anbefaling af, at det løbende vurderes, om selskabets kapital- og aktiestruktur fortsat er i aktionærernes og selskabets interesse, se Anbefalingerne punkt 2.1.3. Ändringen afspejler tendensen i den danske (nordiske) opfattelse. Den danske regerings holdning er – på linje med holdningen i Sverige og Finland – imod at begrænse adgangen til at have stemmerettdifferentiering. De nordiske lande var derfor også imod en tvingende breakthrough-regel i takeoverdirektivet, jf. herved Rolf Skog i NTS 2003:4 p. 466 f. Rolf Skog argumenterer i des hele for, at A-B-aktier bør ses som et af mange forskellige finansieringsinstrumenter. På linje hermed er i det hele Jesper Lou Hansen i NTS 2003:4 p. 452 f. Kommissionen har nu opgivet de mangelige bestrebelser på at indføre et *one share – one vote*-princip.
31. Debatoplægget p. 27, jf. p. 231 f., smt. herved forrige note om Anbefalinger for god Selskabsledelse.

hedder således bl.a. i betænkningen, at med selskabernes og kapitalejernes adgang til anvendelse af en lang række forskellige finansielle instrumenter imente, usynes det efter udvalgets opfattelse vanskeligt at begrunde, at lovgiver skal opstille restriktioner for indholdet af den aftale og det arrangement, som selskabet måtte ønske at indgå med sine investorer.<sup>32</sup>

SL § 46 taler kun om *kapitalandelenes* stemmeret. Kapitalejernes adgang til at udøve stemmeret kan reguleres uafhængigt af § 46. I medfør af SL § 107, stk. 2, nr. 4, kan således indføres et *stemmeloft*, dvs. vedtægtsgæller, der bestemmer, at aktionærerne ikke kan udøve stemmeret for mere end en nærmere fastsat del af stemmerne eller af den stemmeberettigede aktiekapital. Stemmeloft forekommer ganske hyppigt i bersnoterede selskaber, specielt banker. I de sidstnævnte selskaber er stemmeloftet typisk indført som en defensiv foranstaltning mod fjendtlige overtagelsesforsag, jf. herom også nedenunder i kap. 16.8. Baggrunden kan også være et almindeligt ønske om, at ingen enkeltaktionærer (enkeltkapitalejer) opnår dominerende status. Dette ses eksempelvis i selskaber, der har et andelslignende præg. Hvis selskabets kapital er spredt, vil et stemmeloft øge ledelsens magt.

Vedtægterne kan omvendt også indføre bestemmelser om *loyalitetsaktier*, dvs. bestemmelser om at der tildeltes aktier, som besiddes af aktionærerne i en vis periode øget stemmeret. Formålet er at fremme aktivt ejerskab og modvirke kortsigtet adfieri fra aktionærernes side. Bestemmelser om loyalitetsaktier kan indføres med almindelig vedtægtsmajoritet.<sup>33</sup>

Det er af væsentlig betydning for et selskabs ledelse at kende sammensætningen af kapitalejere før en generalforsamling. Vedtægterne kunne tidligere fastsatte en *noteringsfrist* for udelelse af stemmeret i forbindelse med overdragelse af aktier eller anparter, jf. AL § 67, stk. 2.<sup>34</sup> § 67, stk. 2, indeholder

32. Jf. således bemærkningerne til lovforslagets § 46 i betænkningen p. 163 ff.
33. Se om loyalitetsaktier Dorthe Kristensen Baishøj i NTS 2012:3-4 p. 73 f. Loyalitetsaktier har en lang tradition i Frankrig og er også indført i Italien. I den franske model får aktionærerne dobbelt stemmeret, hvis de har haft aktierne uafbrot i mindst to år. Formålet er at opmuntre til langsigtet ejerskab, se således Francis Belot, Edith Gengenbacher og Laura T. Starks, Encouraging Long-Term Shareholders: The Effect of Loyalty shares with Double Voting Rights, University Paris-Dauphine, Research Paper No. 3475429, 2019, tilgængelig på SSRN. Sådanne regler er også i tråd med Kommissionens handlingsplan for bæredygtig finansiering, hvor to af Kommissionens 10 handlingspunkter vedrører tilskyndelse af langsigtede investeringer, jf. COM(2018) 97 final.
34. Derimod ikke ved arv eller kreditforfælgning, jf. herved Poul Madsen i U 1975B, p. 343 f. Noteringsreglen skulle verne mod kup fra en person, der har erhvervet aktierne umiddelbart før generalforsamlingen og 1969-betænkningen p. 108 f. og 112.

oprindeligt en tremånedersregel, som gjorde det muligt i denne periode at holde nye aktionærer uden for indflydelse, se herved U 1991.180 H. Ved en senere lovændring blev reglen om noteringsfrist, underiden benævnt «skopreglen», begrænset, således at vedtægterne alene kunne bestemme, at der ikke kunne udeves stemmeret på en generalforsamling, der er indkaldt, hvis aktioneren ikke havde ladet sine aktier notere i aktiebogen eller havde anmeldt og dokumenteret sin erhvervelse. Selskabsloven begrænser tidsfristen yderligere, jf. straks nedenfor.

I selskabsloven er der blevet indført en såkaldt *registreringsdato*, jf. SL § 84. Registreringsdatoen er en dato, der er skærmingsdag for, hvem der må møde og stemme på generalforsamlingen og i hvilket omfang. Registreringsdatoen ligger 1 uge før generalforsamlingens afholdelse. Bestemmelsen gælder for alle selskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked, jf. SL § 84, stk. 1. For aktieselskaber, som ikke har aktier optaget til handel på et reguleret marked, og for anpartsselskaber er angivelse af en registreringsdato frivillig, jf. SL § 84, stk. 3. Disse selskaber kan omvendt fortsætte vedtægtsbestemmelser om, at anmeldelse skal ske senest 3 dage, evt. kortere, før generalforsamlingen, jf. SL § 84, stk. 4.<sup>35</sup>

For selskabets beholdning af egne kapitalandele samt for datterselskabers andele i moderselskabet kan stemmeret ikke udeves, jf. SL § 85, og U 1956.141 Ø. som i et konkret tilfælde også sidestillede aktier, som var overdraget til bestyrelsen med egne aktier. Der skal også bortses fra egne andele i forbindelse med afstemninger, udeøvelse af minoritetsbefejlser m.v., jf. SL § 85, sidste pkt. Reglerne i § 85 indebærer, at selskabet(s ledelse) i et vist omfang kan påvirke beslutningsprocessen i selskabet, fordi de flertal, henholdsvis minoritetsbrøker, der kreves i loven, ændres ved en beholdning af egne aktier. En vedtægsændring kan eksempelvis gennemføres med  $2/3 \times 9/10 = 60\%$  af samtlige stemmer, såfremt selskabet har en 10% beholdning. Selv om konsekvensen måske i visse tilfælde kan virke urimelig, må den accepteres som et – forudsigtigt – resultat af de to regelsæt.<sup>36</sup>

Selv om selskabsloven vel stadig går ud fra et princip om en (vis) sammenhæng mellem kapitalbesiddelse og stemmeret, betyder dette ikke, at kapitalandel og stemmeret ikke kan adskilles. Selskabsloven indeholder dog ikke udtrykkelige bestemmelser om dette spørgsmål, der har hert til de mest debat-

35. Jf. herved også Lars Bünch og Søren Corfusen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 404.

36. Jf. herved også Gomard i Jur. 1992 p. 48, og Werkauff, Selskabsmasken, p. 373 f. If. om betydningen i koncernforhold Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 345 f.

terede i den selskabsretlige litteratur.<sup>37</sup> Allerede den almindelige fuldmagt, hvilse indebærer en personlig adskillelse, idet der ikke nødvendigvis er knyttet bestemte instrukser til fuldmagten. En personlig adskillelse finder også af legal representation. Værgen eller forvaltningsafdelingen for den umyndige, bobestyreren for et dødsbo, bestyrelsen i investeringsforeninger m.v. udøver stemmeretten i de repræsenteredes interesse. Det samme gælder kurator i et konkursbo. Ved gave<sup>38</sup> eller testamente<sup>39</sup> kan der gives bestemmelser om stemmeretten. Ved båndlæggelse udøves stemmeretten af kapital ejeren eller kapital ejerens forvaltningsafdeling.<sup>40</sup> Ved udlæg og arrest overskrives stemmeretten ikke umiddelbart til rekvranten,<sup>41</sup> men udlægget og arresten kan trække efter omstændighederne udstrækkes til også at omfatte stemmeretten.<sup>42</sup> Af stor praktisk betydning er pantsætningssituationen. Det er både almindeligt accepteret og sædvanligt, at pant haver forbinder sig stemmeretten på pantsatte aktier eller anparter. Dette sker eksempelvis i mange pengeinstitutters standard-lænedokumenter. Uden aftale herom forbliver stemmeretten hos pantsætter.<sup>43</sup> Også en arena stemmeretsoverdragelse, f.eks. i forbindelse med indgåelse af ejeraftaler eller i forbindelse med salg eller långivning (uden pant), må imidlertid anerkendes. Uigenkalderlige fuldmagter er derimod ikke tilladt. En fuldmagt kan altid frit tilbagekaldes, jf. SL § 80, stk. 2, 3. pkt.

Domstolene kan til sidst sætte stemmeretsaftaler (og uigenkalderlige fuldmagter, som dog ikke mere er tilladt, jf. ovenfor), som ikke tjener rimelige formål eller er i strid med afgørende aktionærinteresser. U 1994.234 H til sidst satte en uigenkalderlig fuldmagt med substitutionsret til at udøve stemme-

37. Se således C.M. Koos, disputats »Avtal och Rösträtt», 1969, og derom Gomard i Jur. 1969 p. 349 ff., Gomard, Aktieselskabret, 1970, p. 248 ff., og samme i Scandinavian Studies in Law 1972 p. 97 ff., Harlyck, Aktieselskaber, p. 106 f., Poul Modren i U 1975B, p. 345 f., David i U 1974B, p. 205 f., Bonum i Jur. 1962 p. 255 f., samme i U 1966B, p. 97 og 1971B, p. 213 f., S. Kjærulf-Schmidt i RR 1983 p. 460 f., Werlauff, Generalforsamling og beslutning p. 319 og 352 f., samme i U 1991B, p. 255 f. samt Niels Pontoppidan i U 1991B, p. 255 f.
38. Gomard, Aktieselskabret, 1970, p. 270, Werlauff i 1976B, p. 42.
39. Gomard, Aktieselskabret, 1970, p. 238 f., 254.
40. Se nærmere bekendtgørelse om ubringelse og bestyrelse af myndiges båndlagte arv nr. 1443 af 13. december 2013 § 18.
41. Gomard, Aktieselskabret, 1970, p. 234, J.A. Andersen, Tvangsfuldoynde, 1997, 3. udg., p. 176.
42. Werlauff, Generalforsamling og beslutning, p. 373. Rekvisitus er i hvert fald overrettiget til at udøve stemmeretten til skade for rekvranten, jf. nærmere Gomard, Aktieselskabret, 1970, p. 234.
43. Gomard, Aktieselskabret, 1970, p. 244, og U 1968.756 H (U 1969B, p. 256) og Kremchel, i dansk aktieret, 1954, p. 271.

renen i Louis Poulsen A/S som stridende mod en vedtægtsbestemmelse om forkobret Højestørret afviste derimod at sidestille fuldmagten med en overdragelse af aktierne i forhold til en vedtægtsbestemmelse om forkobret ved afbøndelse af aktierne. Sml. også U 1991.134 H (U 1991 B p. 255 f). En stemmeretsaftale er med det angivne forbehold bindende for aftalens parter, men ikke for selskabet og de beslutninger, der træffes på generalforsamlingen, jf. SL § 82 og foran i kap. 5.4.2. En stemmefuldmagt må derimod respektørs af selskabet.<sup>44</sup>

En kapitalejer kan ikke deltagte i afstemninger, hvis han er *inhabil*, jf. SL § 86. Bestemmelserne er snævrere afgrenset end inhabilitetsreglen i SL § 131 vedrørende ledelsen, jf. herom foran i kap. 9.3.4.1. En kapitalejer er kun inhabil ved afstemninger om søgsømål mod ham selv eller om hans eget ansvar over for selskabet eller om søgsømål mod andre eller andres ansvar, hvis han deri har en betydeligere interesse, der kan være stridende mod selskabets Et bestyrelsesmedlem eller en direktør kan således ikke som kapitalejer stemme for meddelelse af discharge for ledelsen. Derimod kan han stemme for indgåelse af (gunstige) aftaler mellem selskabet og ham selv sml. f.eks. U 1966.739 V vedrørende en direktørkontrakt. Det fornødne værn mod misbrug af stemmeretten må her ses i reglerne om minoritetsbeskyttelse.

#### 11.4.5. Dirigenten

Generalforsamlingen ledes af en dirigent, jf. SL § 101, stk. 2<sup>45</sup>. Dirigenten vælges normalt af generalforsamlingen, men han kan dog også være »sødt« i henhold til bestemmelser i vedtægterne, jf. § 101, stk. 1.

Dirigentens rolle er betydningsfuld. Korrekt varetagelse af dirigenthvervet kræver både et godt kendskab til selskabets forhold, faglig dygtighed og evne til at optjede upartisk.<sup>46</sup> Selskabsloven indeholder ikke regler om dirigentens

44. Se om stemmeaftaler ctr. stemmeretsfuldmagter Martin Christian Kruhl, Ejerafaler 2011 p. 209 f.

45. Tidligere fremstillinger om dirigentens rolle kan stadig have en vis interesse. Se allédes nærmere Krenschel, Håndbog for dirigenter, 2. udg., 1951, og Kobbermøgel, Dirigenten, 2. udg., 1993, Kr. Mogensen, Håndbog for dirigenter, 1992. Nyere fremstillinger er Werlouff, Generalforsamlingen – håndbog for deltagere og dirigenter, 3. udg., 2018, samt Eigil Lego Andersen, Dingent og generalforsamling, 2010 samt Werlouff, Generalforsamling og beslutning, 2. udg., 2012.

46. I nogle selskaber udpeges dirigenten ifølge vedtægterne af bestyrelsen. En sådan vedtægtsbestemmelse er formentlig gyldig, men giver ikke bestyrelsen uindskrænket frihed til at udpege hvem som helst. Den fruager selvfølgelig heller ikke dirigenten forpligten til at optjede upartisk. En dirigent, som er (åbenbart) parisk eller ukvalificeret, kan afsættes af generalforsamlingen, jf. herved Gomard/Schumburg-Müller, Kap.

habilitet, men heraf kan ikke sluttet, at inhabilitet ikke kan statueres efter en konkret vurdering. Det hører med til at forberede en generalforsamling, at bestyrelsen har et forslag til dirigent, og at den pågældende på forhånd har sat sig ind i selskabets forhold og dagsordenen for den pågældende generalforsamling.

Dirigenten skal som mødeleder sørge for, at generalforsamlingen gennemføres således, at der tages stilling til alle dagsordenens punkter, efter at kapital ejerne har haft lejlighed til at stille spørgsmål, give deres mening til kende, stille ændringsforslag m.v. Dirigenten leder diskussionen og afstemningerne. Han må sørge for, at lovens og vedtægternes afstemningsregler overholderes, og at de enkelte afstemningstemaer er tilstrækkeligt klare og entydige. SL § 101, stk. 2, giver dirigenten de nødvendige beføjelser til at udføre sin funktion, herunder retten til at tiltælle og drøftelser, udforme afstemnings temaer, beslutte, hvornår debatten er afsluttet, afskære indlæg og om nødvendigt bortvise deltagerne fra generalforsamlingen.

Dirigenten skal påske, at der føres en *forhandlingsprotokol*, hvori generalforsamlingens forhandlinger refereres. Alle beslutninger skal indføres i forhandlingsprotokollen. Derimod har de enkelte kapital ejere ikke krav på, at deres indlæg refereres. Har en kapital ejer stemt imod en beslutning, f.eks. med henvisning til, at beslutningen er ulovlig, kan kapital ejeren dog forlange, at dette refereres i protokollen. Protokollen skal underskrives af dirigenten, jf. § 101, stk. 3. Den skal gøres tilgængelig for kapital ejerne, jf. § 101, stk. 4. I statslige selskaber skal en udskrift af protokollen indsendes til Erhvervsstyrelsen. I borsnoterede selskaber skal afstemningsresultaterne på generalforsamlingen offentliggøres på selskabets hjemmeside, jf. § 101, stk. 7. I borsnoterede selskaber er der i det hele taget videregående krav. Her skal der for hver beslutning laves en opgørelse over afstemningen, som indeholder en række detaljer vedr. afstemningen; se § 101, stk. 5. Disse oplysninger går videre end blot at fastslå afstemningsresultatet. Oplysningerne omfatter også antallet af gyldige stemmer og fordelingen af stemmer for og imod hvert beslutningsforslag, jf. SL § 101, stk. 5. Bestemmelsen er en implementering af aktionærrettighedsdirektivet 2007/36/EF med senere ændringer og dermed et udtryk for, at de nævnte oplysninger kan have væsentlig interesse for aktionærerne, f.eks. for at kunne vurdere, om et givet emne, som aktionærerne har fået sat på dagsordenen, jf. SL § 90 – men ikke har ført til den ønskede beslutning – har større eller mindre opbakning. Oplysningerne efter § 101, stk.

pitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 411. Sml. også Jan Schou Christensen, Kommentar, p. 320.

§. indeholder ikke krav om angivelse af, hvem der stemmer for eller imod en given beslutning. Oplysningerne om de institutionelle investoreres stemmeafgivning kan findes på de institutionelle investoreres hjemmesider, jf. FIL § 101-2.<sup>27</sup>

Såfremt ingen aktionær ønsker en fuldstændig redegørelse for afstemningen, er det dog kun nødvendigt at fastslå afstemningresultatet for at sikre, at det krævede flertal er opnået for hver beslutning, jf. § 101, stk. 6. For arbejderne udtaler sig ikke om, hvorledes dirigenten skal sikre sig, at ingen aktionær ønsker den udvidede redegørelse efter § 101, stk. 5. En egentlig afstemning på en generalforsamling med måske flere hundrede aktionærer vil i de allerflest tilfælde udelukke en enstemmig vedtagelse. På den anden side er det tvivlsomt, om dirigenten blot kan skønne, at der ikke er et ønske om en udvidet redegørelse.

Dirigensen må tage stilling til alle juridiske spørgsmål, der måtte opstå. Indledningsvis må han konstatere, om generalforsamlingen er lovlig efter de formelle regler om indkaldelse m.v. Efter reglerne i SL § 77, stk. 4, må han også påse, at forudsætningerne for at afholde en elektronisk generalforsamling er opfyldt, jf. også nedenfor i afsnit 11.5. Under generalforsamlingen må han tage stilling til tvivlsspørgsmål af juridisk karakter, f.eks. vedrørende mandater, stemmeret, habilitet eller afstemninger. Se som eksempel U 2020.2090 Ø om dirigentens beslutning om at en person ikke var anpartshaver. Dirigentens beslutning var ugyldig. Han kan ikke henskyde sådanne spørgsmål til generalforsamlingens afgørelse. Kapitalejere, som måtte være uenige i dirigentens afgørelser eller møde ledelse i øvrigt, kan, hvis de kan opnå flertal herfor, få dirigenten afsat og vælge en ny dirigent. Hvis ikke dette lykkes, kan dirigentens afgørelser og lovligheden af generalforsamlingens beslutninger indbringes for domstolene, jf. SL § 109 og nedenfor i kap. 12.6.

### 11.4.6. Afstemninger

Generalforsamlingen træffer sine beslutninger ved afstemninger. Alle afgørelser træffes, hvis ikke loven eller selskabernes vedtægter foreskriver andet.

47. En gennemgang af de institutionelle investoreres politik for aktivt ejerskab viser dog nogle forskelle med hensyn til offentliggørelse af deres stemmeafgivning. AIP oplyser detaljeret om sin stemmeafgivning. Det største kommersielle pensionselskab, PFA, offentliggør sin stemmeafgivning på en særlig stemmeportal. Nogle pensionselskaber er derimod for små til at systematisk male og stemme på selskabernes generalforsamling, se f.eks. Lærernes pensionspolitik for aktivt ejerskab. Pension Danmark rapporterer om afstemninger på generalforsamlinger på et overordnet plan. Efter forespørgsel også, om hvordan der konkret er stemt.

ved simpelt flertal, jf. SL § 105. Simpelt flertal betyder, at antallet af ja-stemmer overstiger antallet af nej-stemmer. Hverken kapitalejere, der ikke stemmer, blanke eller ugyldige stemmesedler tælles med. Et forslag kan således vedtages med blot en stemme for, såfremt der ikke afgives andre stemmer. Selskabsloven siger ikke direkte, om der med kravet om »simpelt stemmeflertal« mens »simpelt absolut stemmeflertal« (over halvdelen af de afgivne stemmer) eller »simpelt relativt flertal« (flere stemmer end et af de øvrige forslag). Spørgsmålet er navnlig praktisk ved personvalg, f.eks. til bestyrelsen, hvor flere skal vælges. Ved beslutninger kan afstemningen ofte, men ikke altid, reduceres til et for eller imod. Der var tidligere ikke enighed i teori, men den overvejende opfattelse var, at simpelt relativt flertal var tilstrækkeligt ved personvalg mens beslutninger krever simpelt absolut flertal.<sup>48</sup> Denne opfattelse lægges således også til grund i moderniseringsbemærkningerne til § 105. Det præciseres nu i SL § 105, at ved personvalg samt i situationer, hvor kapitalejerne skal stemme om flere muligheder ved én afstemning, afgøres afstemningen ved relativt, simpelt flertal, hvilket betyder, at den person/den beslutning, der har fået flest stemmer i forhold til de stemmer, som de andre kandidater/beslutninger har fået, er valgt/besluttet.<sup>49</sup>

Selskabsloven stiller ikke et *quorumkrav*, dvs. et krav om, at en bestemt del af kapitalen skal være repræsenteret, men et sådant kan fastsættes i vedtægterne. Formålet med at have quorumkrav vil være at hindre, at der på generalforsamlinger, hvor der et ringe fremmøde, træffes vidtgående og overrumplende beslutninger.

Selskabsloven indeholder ikke regler om, hvordan afstemninger skal foregå. Der findes en række forskellige afstemningsmetoder, som hver for sig har fordele og ulemper. Dirigenten afgør afstemningsmåden efter en vurdering af afstemningens karakter (personvalg eller beslutninger), forsamlings størrelse m.v. Valget af metode skal ske således, at afstemningsresultatet bedst muligt giver udtryk for forsamlings vilje. Dette er ikke altid en enkel sag at vurdere. Både valg af *afstemningemetode*, rækkefølgen af afstemningerne og formuleringen af *afstemningstemaet* har betydning. Ved fysiske generalforsamlinger bør krav fra kapitalejerne om skriftlig og hemmelig afstemning i almindeligbed følges.<sup>50</sup> Afstemning kan undlades, hvis dirigenten konstaterer, at der er enighed (men ikke blot flertal)

48. Jf. f.eks. Lars Bunch, Ida Rosenberg og Leor Svabov, Kommentar, 7. udg., p. 455, og Jan Schatz Christensen, Kapitalretsskaber, 2. udg., p. 544.

49. Jf. bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 218 og betænkning 1498/2008, p. 262.

50. Jf. om elektroniske afstemninger nedenfor i afsnit 11.5.2.

om forslaget, og såfremt ingen kapitalejer kræver gennemført en formel afstemning. I borsnoterede selskaber nødvendiggør § 101, stk. 5, dog, at der gennemføres en egenlig afstemning.

I tilfælde af stemmelighed sondrer loven mellem beslutninger og persontræffes afgørelsen ved lodtrækning, medmindre vedtægterne bestemmer andet. SL § 105 præciserer, at alene valg kan afgøres ved lodtrækning.<sup>51</sup>

SL § 104 tager stilling til nogle spørgsmål, som ikke tidligere har været lovgiveret. § 104, stk. 1, fastsætter, at kapitalejerne skal stemme samlet på deres kapitalandele. Vedtægterne kan dog bestemme andet. § 104, stk. 3, indeholder dog den modifikation i forhold til § 104, stk. 1, at aktionærer, som i erhvervsmæssig sammenhæng handler på vegne af andre, kan stemme forskelligt på forskellige aktieposter. Forarbejderne nævner som eksempel en depotbank, der handler på vegne af en række kontohavere.

SL § 104, stk. 2, giver videre kapitalejere mulighed for at brevstemme. Adgangen til at brevstemme kan dog fraviges i selskaber, der ikke har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked. Fravigelsen skal ske ved vedtægsbestemmelse, jf. SL § 106.

Det er omdiskuteret i den selskabsretlige teori, om brevstemmer kan tilbagekaldes, eller om stemmen er endeligt afgivet.<sup>52</sup>

51. Lodtrækning forudsætter, at flere kandidater har fået lige mange stemmer.
52. En række forfattere antager, at brevstemmer ikke kan tilbagekaldes. Dette gælder således Jan Schans Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 560, Lars Hunch og Søren Corfaren Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 462, og Werlauff, Selskabsret, 11. udg., 2019, p. 528. Tobias Bonde Frost og Joachim Buernicki Nørlem har analysert mulighederne for at tilbagekalde brevstemmer i lyset af den selskabsretlige lig-hedsgrundstilling i to artikler, henholdsvis i NTS 2017:2-3 p. 1 f. og 2019:4 p. 64 f. Disse forfattere argumenterer for, at en brevstemme kan tilbagekaldes, og at et selskab ikke gyldigt kan fastsette regler, der gør det umuligt at tilbagekalde alle ændre brevstemmer, hvis der i tiden efter afgivelsen af brevstemmerne er indtruffet materiale eller begivenheder, der ændrer på forudsætningerne, hvorunder brevstemmerne blev afgivet. Se herved også Eigil Løg Andersen, Dirigent og Generalforsamling, 2010, p. 266. De af Bonde Frost og Buernicki anførte eksempler viser, at fastholdelse af principippet om brevstemmers uigenkaldelighed kan føre til materielt forkerte resultater. Det er dog vanskeligt at komme uden om de ustrykkelige bemerkninger om uigenkaldelighed, som de forstnævnte forfattere henholder sig til. De lege færdende kan man målune sig, at spørgsmålet genovervejes. En oplagt løsning på problemet er at vælge at give fuldmagt, som jo frit kan tilbagekaldes.

### 11.4.7. Spørgsmålsretten

Kapitalejerne har ikke et legitimt krav på at få oplysninger om selskabets forhold i årets løb. Børsnoterede selskaber skal dog opfylde de børretetlige oplysningspligtelser, som også kapitalejerne kan drage nytte af. I praksis for større kapitalejere ofte en orientering om vigtige forhold vedrørende selskaber (men denne orientering skal respektere reglerne om oplysningspligtelser og insiderhandel). Børsnoterede selskaber, og mange større selskaber i øvrigt, har dog også en hjemmeside, hvor de løbende orienterer om selskabets forhold, jf. også nedenfor i punkt 11.5. Selskabets generalforsamling er imidlertid det forum, som efter selskabslovens system er det centrale, når kapitalejeren vil vide mere om selskabet.

Forudsætningen for, at kapitalejerne kan træffe beslutninger på generalforsamlingen, er, at de har et ordentligt beslutningsgrundlag. SL § 102 pålægger selskabets ledelse en pligt til at meddele kapitalejerne oplysninger om alle forhold, som er af betydning for bedømmelsen af den reviderede årsrapport, selskabets stilling i øvrigt eller for spørgsmål, hvorom beslutning skal træffes. Oplysningspligten gælder også selskabets forhold til andre selskaber i samme koncern.<sup>53</sup>

Spørgsmålsretten tilkommer hver enkelt kapitalejer. Den udgør en væsentlig – undertiden den eneste – mulighed for at øve indflydelse i selskabet. Spørgsmålsretten falger en lang dansk og nordisk tradition.<sup>54</sup>

Kapitalejerne har dog kun krav på oplysningerne, når det næfter skøn fra det øverste ledelsesorgan kan ske uden væsentlig skade for selskabet. At ledelsen finder det uhensigtsmæssigt eller irrelevant for selskabet at svare, er ikke tilstrækkeligt i så henseende. § 102 giver heller ikke ledelsen beføjelse til at afsla at give oplysninger, fordi den finder, at spørgsmål ikke angår et væsentligt forhold.<sup>55</sup> Oplysningerne skal dog angå selskabets forhold, jf. op-

53. En forudsætning for, at besyndelsen kan give oplysninger vedrørende koncernen, er naturligvis, at selskabet selv er i besiddelse af sådanne. Moderselskaber har efter SL § 134 ret til at forlinje oplysninger fra datterselskaber, og moderselskaber bør (indirekte) skal, jf. oplævet ABL § 55 a) opnevnt underrette datterselskaber om forhold, der har betydning for koncernen som helhed, og om beslutninger, der har betydning for datterselskabet, jf. også nedenfor i kap. 15.4 og nærmere Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 495 f.
54. Se således den norske ABL 7 kap., 32 § og følgende, den finske ABL 5 kap., 25 §, de nordiske selskabslovens § 5-15. Denne tradition står i modsætning til traditionen i lande, hvor kapitalejerne har svagere stilling i forhold til ledelsen. De europæiske model-love (EMCA) følger den nordiske modell.
55. Sm. Schauburg-Müller/Werzuff, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 664, som vil drage en analogi, formeltlig fra reglerne om revision, idet det anføres, at »over for

regningen i bestemmelserne, og der skal være tale om oplysninger, dvs. angivelser om faktiske forhold vedrørende selskabet. Ledelsen er ikke efter § 102 forpligtet til at give sin subjektive vurdering vedrørende selskabets forhold, men kapitalejerne kan naturligvis drage konsekvenser med hensyn til ledelsens forbliven, såfremt ledelsen ikke svarer tilfredsstillende. Det samme gælder, hvis flertallet på generalforsamlingen ikke er enig i ledelsens skøn med hensyn til, om oplysninger vil være til væsentlig skade for selskabet.<sup>56</sup>

En rimelig baggrund for at nægte at give oplysninger er hensyn til selskabets forretningshemmeligheder,<sup>57</sup> til selskabets forhold til konkurrenter f.eks. i forbindelse med løbende forhandlinger om salg af dele af virksomheden, om fusion m.v. Bestemmelserne kan derimod ikke bruges som et skjold mod kritik af den siddende ledelse.

Oplysningspligten omfatter primært oplysninger, som umiddelbart står til rådighed på generalforsamlingen, herunder oplysninger, som umiddelbart kan fremskaffes. Sådanne oplysninger skal gives på selve generalforsamlingen. Hvis de ønskede oplysninger ikke kan gives straks, har ledelsen pligt til efterfølgende at fremskaffe dem til skriftlig fremlæggelse for kapitalejerne inden fjorten dage efter generalforsamlingen, jf. SL § 102, stk. 2. Da oplysningserne i dette tilfælde ikke kan indgå i kapitalejernes beslutningsgrundlag, kan det efter omstændighederne være påkrævet at udskyde de pågældende beslutninger til en senere generalforsamling. Dette afgøres imidlertid af generalforsamlingernes flertal, som ikke nødvendigvis er dem, som ønsker oplysningserne frem.

En effektiv udnyttelse af spørgsmålsretten kan som nævnt være et egnet middel til at styrke kapitalejerenes stilling. På mange store generalforsamlinger kan uher og nu-formene gøre det vanskeligt for kapitalejerne at få relevante svar frem. På den baggrund er der indsat en regel i SL § 102, stk. 3, hvorefter kapitalejer kan stille spørgsmål til dagsordenen eller til dokumenter m.v. til brug for generalforsamlingen inden udløbet af en frist, som opstages i vedtægterne. § 102, stk. 4, giver endvidere aktionærerne i børsnoterede selskaber retten til at få et svar fra ledelsen.

Spørgsmålsretten, ligesom for regnskabet må anlygges en væsentlighedsbetragtning. Et sådant forbhold ses imidlertid ikke at have noget hjemme. Selskabsloven har valgt, hvilken modifikation der skal gælde, nemlig skadesreglen i § 102.

56. Sm. Lars Hunch og Søren Corfixen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 457, hvor det antages, at et flertal på generalforsamlingen, såfremt hele selskabskapitalen er repræsenteret, vil kunne pålægge ledelsen at fremkomme med de pågældende oplysninger. Sm. herved de nordiske selskabslove § 5-1 jf. § 5-15, jf. herom ovenfor i teksten.

57. Betenkning 1964 p. 153, jf. også bemærkningerne til SL § 102.

rede selskaber og i statslige aktieselskaber en skriftlig spørgsmålsret inden for de sidste tre måneder før generalforsamlingen. Bestemmelsen gør det muligt for aktionærerne at forberede kvalificerede spørgsmål bl.a. med hjælp fra deres rådgivere, og den giver selskabets ledelse den fornødne tid til at fremskaffe de ønskede oplysninger. Spørgsmål og svar kan fremlægges skriftligt ved generalforsamlingens begyndelse, og må også anses for besvaret, hvis de pågældende oplysninger er tilgængelige på aktieselskabets hjemmeside. Besvarelse kan undlades, hvis aktionären ikke er til stede eller repræsenteret ved en fuldmægtig. Selv om der ikke i sig selv ligger en udvidelse af svarpligten i § 102, stk. 3, er det oplagt, at bestemmelsen kan udgøre et middel til at fastholde eller retablere aktionærernes kontrol med selskabets ledelse.

Efter reglerne i den norske selskabslovs § 5-15, som svarter til SL § 102, antages generalforsamlingen med simpel majoritet at kunne pålægge ledelsen at give oplysninger, selv om ledelsen mener, at det vil skade selskabet.<sup>58</sup> Dette gælder næppe efter dansk opfatelse, i hvert fald kun hvis alle kapital ejere er til stede.<sup>59</sup> Et flertal kan derimod drage den konsekvens af, at bestyrelsen ikke vil give de ønskede oplysninger, at det nægter at godkende det fremlagte regnskab eller udskyder det stillede forslag. På den ordinære generalforsamling kan også stilles – og vedtages – forslag om granskning, jf. SL § 150, hvilket måske kan få bestyrelsen til at skifte mening. Sml. herved U 1985.536 H, hvor en anmodning om granskning blev afsillet for så vidt angik forhold, hvorom bestyrelsen havde tilbuddt at give nærmere oplysninger. Der fandtes heller ikke fornødnet grundlag for at imødekommne en anmodning om granskning i U 2019.217 Ø.

Et mindretal kan også indicere til ny generalforsamling, jf. SL § 89 for at få udskiftet ledelsen. Hvis generalforsamlingen træffer en beslutning, kan denne beslutning muligt anfærgtes, jf. SL § 109. Under denne sag kan domstolene prejudicielt tage stilling til spørgsmålsrettens udstrækning. Forarbejderne til den tidligere tilsvarende bestemmelse antager, at adgangen til domstolsprøvelse er udtømt hermed.<sup>60</sup> Det ses imidlertid ikke at være noget til

58. Aarbøkke m.fl., Aktueloven, 4. udg., 2017, p. 393.

59. Sml. herved Lars Bunch og Søren Corfusen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 457, og restriktivt Jan Schou Christensen, Kommentar, p. 326. Sml. vedrørende Sverige også ABL 7 kap., 35 §. Efter denne bestemmelse har revisor en selvstændig pligt til at vurdere, om oplyningen kan være til væsentlig skade for selskabet.

60. Betenkning nr. 5401, 1969, p. 116.

hindrer for, at et krav på oplysninger kan gennemtvinges ved et umiddelbart spørgsmål. Vægtige hensyn til kapitalejerne taler herfor.<sup>61</sup>

Selskabets eventuelle generalforsamlingsvalgte revisor har ret til at være til stede på generalforsamlingen, jf. SL § 103. Revisor skal være til stede, såfremt et medlem af det øverste eller det centrale ledelsesorgan eller en kapitalejer anmoder herom. Revisor skal også være til stede på den ordinære generalforsamling i statslige og børsnoterede selskaber. Ved ændringen af Årsregnskabsloven i 1991 blev der som nyt stk. 2 i den tidligere årsregnskabslov, nu SL § 103, stk. 2, indsat en bestemmelse om revisors rolle på generalforsamlinger. Det bestemmes herom, at revisor skal besvare spørgsmål om årsrapporter m.v., som påtægnes af revisor og behandles på den pågældende generalforsamling. »m.v.« omfatter bl.a. vurderingsberetninger i forbindelse med kapitalforhøjelser og fusioner samt emissionsprospekter. Bestemmelsen i § 103, stk. 2, tilsigter at styrke kapitalejernes kontroll med selskabet. Bestemmelsen om revisors pligt til at svare på spørgsmål ændrer dog ikke den generelle rollefordeling mellem ledelsen og revisor. Som almindelig regel er det ledelsen, der oplyser om selskabets forhold og besvarer spørgsmål fra kapitalejerne. Uden for det område, som dækkes af henvisningen til »årsrapport m.v.«, er det derfor ledelsen, der besvarer spørgsmål, og revisor kan kun efter ledelsens anmodning supplere. Revisors oplysningsret og -pligt er inden for dette område begrænset, dog kun af revisors tavshedspligt, men ikke af skadesreglen i SL § 102.<sup>62</sup> De to regler fører ofte til samme resultat, men det kan forekomme, at ledelsen ønsker at undlade et svar med henvisning til § 102, men at revisor vil være i stand til at svare uden at krenke sin tavshedspligt.

Revisors svarpligt angår alene de tilfælde, hvor der er udført revision. Har revisor alene udført andre opgaver og afgivet erklæring om udvidet gennemgang, review eller andre erklæringer med sikkerhed – se herom ovenfor i kap. 13.2.3. – har revisor ikke svarpligt, men selskabet kan naturligvis tillade revisor at svare. Et afslag vil næppe vække begejstring hos kritiske kapitalejere.

For så vidt angår forhold, der vedrører revisionen af regnskabet, har revisor derimod både ret og pligt til at udtale sig uafhængigt af ledelsen. Dette fulger af selve rollen som revisor. Han kan ligeledes besvare spørgsmål om

61. Jf. ståedes Gomard, Aktieselskabsloven, 1970, p. 321, og – efter selskabsloven – Gomard/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 400. Anderledes Lars Bunch og Søren Corfossen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 457.
62. Betegnelse 1969, p. 125. Se videre Lars Bo Langsted m.fl., Revisoransvar, 8. udg., 2013, p. 381, og Gomard i Festschrift til FSR's 75-års jubilæum p. 65 f.

forståelsen af regnskabet eller regnskabstekniske forhold. Begge dele følger af SL § 103. Spørgsmål af virksomhedsøkonomisk art skal han derimod overlade til ledelsen at besvare. Revisor er dog i alle tilfælde begrænset af en tavshedspligt.

SL § 103 angår selskabets eventuelle revisor. Adgangen til at fravælge revision er udvidet kraftigt i de senere år. Et stort antal selskaber i regnskabsklasse B kan fravælge revision, jf. ARL § 135 og nærmere nedenfor i kap. 13.2.6. På samme måde som vedrørende revisors ret og pligt til at være til stede på generalforsamlingen, jf. foran, omfatter revisors oplysningspligt efter § 103 ikke de tilfælde, hvor små selskaber har fravælt revision, selv om revisor har foretaget review eller anden gennemgang af selskabet. Også her kan selskabet dog som nævnt foran vælge at lade revisor besvare spørgsmål.

### 11.5. Elektronisk kommunikation og it-generalforsamlinger

#### 11.5.1. Indledning

It-gennembruddet har selskabsretlig betydning på mange områder. Et af de vigtigste – men ikke det eneste område – vedrører generalforsamlingen.<sup>63</sup> Selskabslovens udgangspunkt er, at generalforsamlingen afholdes ved fysisk møde, hvor kapitalejeme mader frem eller meder ved en fuldmægtig. Nævng i store selskaber er der ofte et begrænset fremmøde, hvilket selvsagt kan forringe generalforsamlingens betydning som det sted, hvor kapitalejeme over indflydelse og træffer beslutninger om vigtige emner.

Anvendelse af it rummer muligheder for, at generalforsamlingen kan (gen)vinde betydning som et centralt beslutningsforum. It kan reducere de problemer, der er en følge af, at kapitalejere i de store selskaber er spredt geografisk. Det store antal udenlandske kapitalejere kan ikke forventes at deltage fysisk i generalforsamlinger i Danmark. Internationaliseringen af selskaberne ejerkreds har overalt i Europa sat fokus på, hvorledes ejerskabet forvaltes. Afstemninger over grænser – *cross border voting* – er et af de varmeste sel-

63. Anvendelse af it i forbindelse med generalforsamlinger og generelt i forbindelse med selskabets kommunikation med ejerne stod højt på prioritetslisten i Kommissionens Action Plan 2003, jf. foran i kapitel 1.3.5. Bl.a. Danmark og de fleste medlemslande har indført regler om elektroniske generalforsamlinger. Direktivet om aktionærretigheder 2007/36/EF art. 8 forpligter medlemsstaterne til at give aktionærerne mulighed for deltagelse i generalforsamlingen ad elektronisk vej. Medlemsstaterne kan vælge mellem forskellige modeller for deltagelse.

skabsretlige emner. Emnet står højt på EU's dagsorden, og adskillige lande har allerede indført, eller er i færd med at indføre, regler herom. Det kan også forbedre mulighederne for at indkalde til og gennemføre generalforsamlinger på en sådan måde, at kapitalejerne kommer til at tage stilling til flere beslutninger i selskabet.

Omvendt rummer det også risiko for, at generalforsamlingen efter sin oprindelige idé, dvs. som en forsamlingshånd, hvor kapitalejerne er fysisk til stede, hvor de modtager information om selskabets forhold, og hvor de gennem forhandlinger og afstemninger om dagsordenens punkter træffer beslutninger, erode. En stigende anvendelse af løbende elektronisk kommunikation med kapitalejerne kan skubbe interessen væk fra generalforsamlingen, men kan på den anden side også bidrage til at fastholde og skærpe kapitalejernes interesse.

Den danske selskabslovgivning blev oprindelig udformet på et tidspunkt, hvor spørgsmålet om anvendelse af IT ikke eksisterede. Formuleringerne i loven kunne derfor ikke tage højde for IT-udviklingen. På nogle områder kunne IT anvendes, uden at dette var i strid med loven, på andre punkter opstod spørgsmålet, om loven kunne fortolkes således, at anvendelse af IT var mulig. Et er imidlertid, at selskabsloven ikke kunne forudsætte IT-udviklingen i en række tekniske forhold. Et andet er, at IT-udviklingen berører nogle centrale forudsætninger vedrørende generalforsamlingers afholdelse og funktion. IT-udviklingen har givet anledning til en formynd diskussion om og præsens af spørgsmålet om generalforsamlingens rolle. Der kan stille spørgsmål som: Er generalforsamlingen selskabets overste myndighed, som det traditionelt siges? Er og bør generalforsamlingen være det centrale *beslutningsforum* i selskabet? Hvorledes skal og kan selskabet kommunikere med kapitalejerne. Skal og kan generalforsamlingen være det centrale sted for *kommunikation* med kapitalejerne? Stillingtagen til disse forudsætninger kan ikke ske ved fortolkning af enkelte bestemmelser i loven, men må ses i et mere samlet perspektiv.

De nævnte spørgsmål rejser både problemer med hensyn til generalforsamlingers *indkaldeelse*, med hensyn til *afstemninger* og med hensyn til *afholdelse* af generalforsamlinger.

I anpartsselskaberne er vigtigheden af de her rejste spørgsmål formentlig mindre, men anpartsselskaberne er efter selskabsloven som udgangspunkt omfattet af de samme regler som aktieselskaberne.<sup>64</sup>

64. Efter selskabslovens § 76 kan kapitalejerne i enighed beslutte at fravige lovens og vedøgternes form og fristkrav. Dette gælder i begge selskabsformer, jf. nærmere forslag. Beslutning om at afholde elektronisk generalforsamling er mest relevant i store selskaber.

### 11.5.2. Elektroniske generalforsamlinger

Med en loviendring i 2003 åbnedes der mulighed for afholdelse af elektroniske generalforsamlinger. Reglerne afspejler ændringerne i selskabens ejerstrukturer, corporate governance-debattens fokus på aktivt ejerskab og de institutionelle investors stigende interesse i at øve indflydelse på selskaber gennem udøvelse af stemmeretten.<sup>65</sup>

Ønsker man, at de nationale og internationale institutionelle investorer, såvel som andre investorer, opfører sig som ansvarlige ejere og udeover deres stemmeret, må der etableres en let, billig og effektiv mulighed for at stemme på generalforsamlingen.

Handlingsplanen fra EU-Kommissionen (2003) fokuserede på IT som en metode til at sikre aktionærdemokratiet. De vedtagne ændringer af aktieselskabsloven og senere selskabsloven som følge af den teknologiske udvikling er i tråd med High Level-gruppens anbefalinger og Kommissionens handlingsplan fra 2003 samt det senere direktiv om aktionærrettigheder.

Mange lande har valgt at tage introduktionen af IT-teknologien i små trin. Den danske regering har imidlertid taget skridtet fuldt ud og åbnet mulighed for alle typer af elektroniske generalforsamlinger, både den *delvis elektroniske generalforsamling*, hvor der som supplement til fysisk fremmøde på generalforsamlingen gives adgang til, at aktionærer kan deltage elektronisk i generalforsamlingen, herunder stemme elektronisk, uden at være til stede på generalforsamlingen, og den *fuldstændig elektroniske generalforsamling*, hvor generalforsamlingen alene afholdes elektronisk uten adgang til fysisk fremmøde, jf. SL § 77, stk. 1 og 2.

Det er vigtigt at bemærke, at loven ikke stiller krav om anvendelse af elektroniske generalforsamlinger, heller ikke i borsnoterede selskaber. Man har valgt at opstille rammerne for elektroniske generalforsamlinger, men at lade det være op til selskaberne, om de vil benytte sig af muligheden. Anbefalinger for god Selskabsledelse anbefaler i punkt 1.2 alene at tilrettelægge selskabets generalforsamling, så aktionærer, der ikke kan være fysisk til stede, kan stemme og stille spørgsmål til ledelsen foran for eller på generalforsamlingen. Komitéen anbefaler, at aktionærerne sikres mulighed for at overvære generalforsamlingen via webcast eller anden digital transmittering. Det fører

selskaber med mange kapital ejere, men selskabslovens regler om elektronisk generalforsamling gælder for alle selskaber.

65. Kommissionens Action Plan 2012 beboede yderligere initiativer for at øge gennemsigtigheden med henbryg til, hvorledes de institutionelle investorer stemmer samt deres motivation til at stemme. Disse initiativer er gennemført ved det ændrede aktionærrettighedsdirektiv og den danske ændringslov fra 2019, jf. foran.

## 11.5 Elektronisk kommunikation og IT-generalforsamlinger

I andbefalingerne forudsætter, at der holdes en fysisk generalforsamling, men at den afholdes delvis elektronisk, jf. nedenfor. Andet led om at overvære generalforsamlingen via webcast mv. refererer ikke til en elektronisk generalforsamling, jf. nedenfor.

I selskaber med få kapitalejere kan elektroniske generalforsamlinger anvendes forholdsvis let og billigt som videokonferencer, men i selskaber med en stor og spredt ejerkreds vil en opkobling til den enkelte kapitalejer være dyrt og teknisk mere besværlig. Udbredelsen af elektroniske generalforsamlinger vil ske i takt med, at der udvikles tekniske løsninger, som selskaberne kan bruge. Elektroniske generalforsamlingspakker kan bl.a. erhverves hos VP Securities A/S og Computershare. Coronapandemien har skubbet på udviklingen af løsninger til afholdelse elektroniske generalforsamlinger.<sup>66</sup>

It kan nyttigges på generalforsamlingen på andre måder end ved elektroniske generalforsamlinger som defineret i § 77. Selskabet kan f.eks. afholde flere samtidige generalforsamlinger, hvor det via informationsteknologien gøres muligt at deltage fysisk i generalforsamlingen. Det er en model, som anvendes i SAS, som i dag holder samtidige generalforsamlinger i Sverige, Norge og Danmark med indbyrdes transmission.<sup>67</sup> En anden model er at vælge den løsning, at generalforsamlingen blot transmitteres. En nække børneterede selskaber benytter denne mulighed i forbindelse med f.eks. transmission af regnskabsfremleggelse. En tredje generalforsamlingsmodel er den fysisk fremmøde, som kan ske enten personligt eller via en fuldmægtig. Generalforsamlingen transmitteres så audiovisuelt for eksempel over internet, således at de kapitalejere, som ikke kan være til stede, kan følge generalforsamlingen. Herudover etableres en direkte kontakt (internetopkobling, fax eller telefon) til fuldmægtigen, som modtager instrukserne om, hvordan han skal stemme under selve generalforsamlingen. Denne model har den fordel frem for det traditionelle fuldmagtssystem, at kapitalejeren kan vente med at tage stilling til sin stemmeafgivelse, til efter han har hørt debatten på generalforsamlingen.

Ingen af de her nævnte modeller har karakter af elektroniske generalforsamlinger efter SL. § 77. De kan således benyttes uden at kneve vedtægtsændring. Det betyder imidlertid ikke, at disse løsningsmodeller ikke indeholder selskabsretlige problemstillinger. F.eks. har det været diskuteret, om en kapi-

66. Se samtidigt herom *Klaus Søgaard, Louise Celia Korpela og Lykke Smits*, COVID-19 og generalforsamlingen, NTS 2020:3-4 p. 189 f. samt nedenfor i teksten.

67. Se om brug af bl.a. webcast *Klaus Søgaard, Louise Korpela-Andersen og Michael Brichmann Andersen*, R&R nr. 9/2012 p. 56 f.

talejer kan modståtte sig, at hans indlæg på generalforsamlingen trækkes tilbage. Det er gjort gældende, at dette er tilfældet, såfremt transmissionen kan ske af andre end selskabets kapitalejere, og den ikke har hjemmel i selskabets vedtægter eller i en generalforsamlingsbeslutning.<sup>68</sup> Det afgørende for, om en generalforsamling kan betegnes som elektronisk, er, om kapitalejerne kan udøve deres forvaltningsmæssige beføjelser ved anvendelse af elektroniske medier uden at være fysisk til stede. Den elektroniske generalforsamling kan enten være *delvis* eller *fuldstændig*. SL § 77, stk. 1, definerer en delvis elektronisk generalforsamling som en generalforsamling, hvor der som supplement til fysisk fremmøde gives kapitalejerne adgang til at deltage elektronisk uden at være fysisk til stede. En fuldstændig elektronisk generalforsamling, jf. SL § 77, stk. 2, afholdes elektronisk uden adgang til fysisk fremmøde.

Beslutningen om afholdelse af en delvis elektronisk generalforsamling træffes af det centrale ledelsesorgan, mens overgangen til en fuldstændig elektronisk generalforsamling skal besluttes af generalforsamlingen med 2/3 deles flertal efter SL § 106. I aktieselskabsloven var der indsat en særlig minoritetsbeskyttelsesregel, som krævede, at aktionærer, som repræsenterer 25 pct. af selskabets samlede stemmeberettigede aktiekapital, ikke stemmer imod beslutningen om, at generalforsamlingen alene skulle afholdes elektronisk. Forskellen i kompetencereglerne var ifølge bemærkningerne i det daværende lovforslag begrundet i det indgreb, som ordningen gjorde i aktionærernes rettigheder.<sup>69</sup> Med indførelsen af bestemmelsen i SL § 106 ændres rettsstillingen således, at beslutningen om indførelsen af en fuldstændig elektronisk generalforsamling kun kræver det samme flertal som en ændring af kapitalselskabets vedtægter. Dermed afskaffedes kravet om det blokerende mindretal. Bemærkningerne til lovforslaget begrunder afskaffelsen af det blokerende mindretal med, at informationsteknologien er endnu mere udbredt, end da reglerne om elektronisk generalforsamling blev indført, og at der tilstræbes en ensretning og strømlining af majoritetskravene i selskabsloven.

Selskabsloven indeholder kun et begrænset sæt regler for afviklingen af elektroniske generalforsamlinger. Det følger af § 77, stk. 3, at det centrale le-

68. *Licht og Werlauff i Revision & Regnskabsvæsen* nr. 4/2003, p. 22. *Schaumburg-Müller og Werlauff, Selskabsloven*, 3. udg., 2020, p. 584, antager derimod at videooptagelse og webcasts kan beslunes af bestyrelsen uden samtykke fra de enkelte deltagere, men at de bør oplyses herom i indkalderens til generalforsamlingen.
69. Indførelse af delvis elektronisk generalforsamling er mindre indgribende for aktionærerne, da de fortsat har mulighed for at deltage i et fysisk møde på generalforsamlingen. Ved fuldstændig elektronisk generalforsamling ændrer generalforsamlingen derimod karakter.

delsesorgan fastsætter de nærmere krav til de elektroniske systemer, som anvendes ved en delvis eller fuldstændig elektronisk generalforsamling.

Indkaldelsen til generalforsamling skal indeholde oplysning om den elektroniske generalforsamling, ligesom det skal fremgå af indkaldelsen, hvordan kapitalejerne tilmelder sig til elektronisk deltagelse, og hvor de kan finde oplysning om fremgangsmåden i forbindelse med elektronisk deltagelse i generalforsamlingen. Har kapitalselskabet udsteds ihændehaverakter, må det angives i indkaldelsen, hvordan ejerne af sådanne aktier skal dokumentere deres adkomst for at kunne deltage elektronisk i generalforsamlingen.

Det er ifølge SL § 77, stk. 4, en forudsætning for afholdelse af såvel delvis som fuldstændig elektronisk generalforsamling, at kapitalselskabets centrale ledelsesorgan drager omsorg for, at generalforsamlingen afvikles på betyggende vis. Det anvendte system skal tillige på pålitelig måde kunne fastslå, hvilke kapitalejere som deltager i er generalforsamlingen, hvilken kapital og stemmeret de repræsenterer, samt resultatet af afstemningerne. Det fremgår endvidere af bestemmelsen, at det anvendte system skal være indrettet på en sådan måde, at lovens krav til afholdelse af generalforsamling opfyldes, herunder kapitalejernes adgang til at deltage i, ytre sig samt stemme på generalforsamlingen. Med bestemmelsen er det hensigten at præcise, at der gælder de samme retsgarantier ved en elektronisk generalforsamling som ved en traditionel fysisk generalforsamling.

Den anvendte IT-løsning skal kunne foretage en korrekt identifikation af hver enkelt deltager i generalforsamlingen, f.eks. ved brug af password eller anden form for identifikationsmekanisme, som aktionærer råder over. For at kunne deltage samt være repræsenteret elektronisk på generalforsamlingen skal kapitalejeren ved generalforsamlingens begyndelse være opkoblet hertil, f.eks. via internettet eller andet medie med tilsvarende funktionalitet. Det anføres i bemærkningerne, at registreringen af de deltagende kapitalejere og den kapital og stemmeret, de repræsenterer, f.eks. kan ske ved anvendelse af en logbog over de opkoblede kapitalejere.<sup>70</sup>

70. At registreringen kan give anledning til problemer, og at en logbog over, hvem der er koblet op ved generalforsamlingens påbegyndelse, ikke er tilstrækkelig, kan illustreres af et i praksis forekommende problem: En kapitalejer i et selskab, der har en vedtægtsbestemt registreringsdato, jf. SL § 84, erhverver nogle aktier efter registreringsdatoen. Han deltager online på selskabets generalforsamling og har ifølge § 84 ingen stemmeret, hvad angår de aktier, som er købt efter registreringsdatoen. På generalforsamlingen skal der træffes beslutning om en omstrukturering, som kræver en vedtægtændring efter § 106. Den pågældende kapitalejer er for forslaget, men vil med sin tilstedeværelse kunne blokere for vedtagelsen, hvis hans samlede aktiebesiddelse har en tilstrækkelig størrelse (fordi aktiene er repræsenteret på generalforsamlingen).

Det anvendte system skal være indrettet på en sådan måde, at kapitalejerne uhindret kan udøve deres forvaltningsmæssige beføjelser på en elektronisk generalforsamling. Udeøvelse af kapitalejernes rettigheder i forbindelse med elektronisk generalforsamling giver anledning til mange juridiske spørgsmål og problemer, som ikke er forsøgt løst i bestemmelsen.

Det følger af § 77, stk. 4, at online kapitalejere skal have samme ret til at deltage i, ytre sig og stemme på generalforsamlingen. Udnyttet et meget stor antal kapitalejere muligheden for at deltage, er det oplagt, at dette kan få den konsekvens, at det kan blive vanskeligt at gennemføre generalforsamlingen inden for sædvanlige tidsmæssige rammer. Både udnyttelse af spørgsmålsretten i SL § 102 og taleretten i SL § 78 kan give store praktiske problemer, både fordi en stor spørge- og diskussionslyst kan give tidsmæssige problemer, og fordi det, som også anført i bemærkningerne, kan være svært for dirigenten at vurdere, hvornår et enue er uddebatteret, når spørgsmål og debat indlæg indsendes elektronisk, f.eks. via elektronisk post.

Aktieselskabsloven tog til dels højde for de problemer, der kan opstå, idet fremt et meget stort antal kapitalejere stiller spørgsmål. Ifølge AL § 65 a, stk. 5, kunne generalforsamlingen beslutte, at aktionærer, som deltog elektronisk i en delvis eller fuldstændig elektronisk generalforsamling, skulle stille eventuelle spørgsmål til dagsordenen eller til dokumenter m.v. til brug for generalforsamlingen forud for generalforsamlingen inden udløbet af en frist, som blev fastsat i vedtægterne.<sup>71</sup> Udvalget til Modernisering af Selskabstetten fandt imidlertid, at bestemmelsen i AL § 65 a, stk. 5, og den tilsvarende bestemmelse i unpartsselskabslovens § 28 a, stk. 2, skulle udgå i den nye selskabslov. Beggrundelsen herfor skal findes i et ønske om at harmonisere de bestemmelser, der gælder for henholdsvis fysiske og elektroniske generalforsamlinger. Fjernelsen af bestemmelsen skal ses i sammenhæng med præciseringen af dirigentens beføjelser i SL § 101, stk. 2. Udvalget mente, at dirigenten kan holde orden, unset hvor mange spørgsmål der stilles på generalforsamlingen. SL § 103, stk. 3, giver som nævnt foran endvidere kapitalsejrets centrale ledelsesorgan mulighed for at fastsætte en frist, indenfor hvilken kapitalejerne kan stille spørgsmål inden generalforsamlingens afholdelse.

På fysiske generalforsamlinger løses dette ved, at den pågældende forlader generalforsamlingen under afstemningen. Det samme behov kan opstå ved elektroniske generalforsamlinger, og der er derfor behov for en løsning af, hvortides man elektronisk markerer, at man ikke ønsker at deltage under et enkelt punkt.

71. De spørgsmål, bestemmelserne trække på, var spørgsmål, som kan stilles på forhånd på baggrund af indkaldelsen og det materiale, der er gjest tilgengeligt for aktionærerne forud for generalforsamlingen.

Som nævnt har man valgt ikke at detailregulere afviklingen af elektroniske generalforsamlinger. Det må medgives, at selvom det er opagt, at der kan opstå mange problemer i forbindelse med elektroniske generalforsamlinger, så er det langt fra sikkert, at der vil opstå problemer. Går det – som frygter af mange i tyk teori – således, at der opstår et kvarterantvælde,<sup>72</sup> kan det blive nødvendigt at indsætte yderligere bestemmelser. Viser det sig derimod, at det kun er de institutionelle investorer og lignende professionelle investorer, der benytter sig af muligheden for at deltage elektronisk, vil mange problemer forblive af teoretisk karakter. Der har tilsyneladende ikke været dårlige erfaringer i den forløbne tid. I hvert fald er der ikke foretaget ændringer i reglerne i forbindelse med evalueringen af selskabsloven i 2013 eller senere ved ændringerne af aktionsrettsenhedsdirektivet i 2019. Ændringsloven indeholder kun en enkelt ændring vedrørende anvendelse af IT, nemlig at børnnoterede selskaber skal sende en elektronisk bekæftelse på at en stemme er modtaget, jf. SL § 104, stk. 4 og 5.

I de forløbne år har flere private virksomheder – som nævnt foren bl.a. Computershare og VP Securities – udviklet systemer og tekniske løsninger til afholdelse af elektroniske generalforsamlinger, der kan håndtere de nævnte problemer. Indtil coronakrisen havde kun et enkelt selskab valgt at afholde en fuldstændig elektronisk generalforsamling. Coronakrisen har ændret på dette, da de under krisen indførte forsamlingsforbud har hindret gennemførelsen af generalforsamling med mange kapitalejere. Dette rejste vanskeligheder i alle selskaber, hvis vedtægter bestemmer, at der afholdes generalforsamling med fysisk fremmøde.<sup>73</sup> Folketinget vedtog i 2020 imidlertid regler, der tillader at afholde elektroniske generalforsamlinger uanset vedtægtsbestemmelser om fysisk fremmøde. Reglerne fremgår af bkg. nr. 2240 af 29. december 2020. Bekendtgørelsen gælder (indtil videre) indtil 31. december 2021. Selskaberne får derved tid til at bestemme, om de vil overgå til delvis eller fuldstændig elektronisk generalforsamling ved ændring af deres vedtægter. Er der stadig forsamlingsforbud, vil de midlertidige regler formentlig blive forlænget, men det må forventes, at mange selskaber i det mindste vil vælge at indføre ved-

72. Computershare anbefaler, at en moderator har en skærm, hvor alle indkomne spørgsmål vises. Disse kan grupperes i emner, så dirigenten kan adressere en række spørgsmål med et svar. Computershares erfaringer fra de elektroniske generalforsamlinger, der er afholdt i 2020, er, at det ikke har været et problem.
73. Det er imidlertid nødvendigt at afholde generalforsamling for, at årsregnskabet kan vedtages og offentliggøres, for at tage stilling til udbytte m.m. og for børnnoterede selskaber, for at opfylde oplysningspligtighedene vedrørende generalforsamlingens beslutninger.

trætsbestemmelser, der giver mulighed for at afholde elektroniske generalforsamlinger.<sup>74</sup>

En oplagt problemstilling er, hvorledes et teknisk sammenbrud påvirker generalforsamlingen og gyldigheden af de trufne beslutninger. Lovens indeholder ikke bestemmelser herom. Dirigenten må her konkret tage stilling til, hvorledes sammenbruddet påvirker gyldigheden af de trufne beslutninger. Ved afgørelsen heraf må der bl.a. lægges vægt på, hvilken betydning der vil forventes at have for dagsordenspunktets behandling og eventuelt afstemningen herom, at en eller flere kapitalejere er afskåret fra at deltage i generalforsamlingen. Denne problemstilling er velkendt fra de fysiske generalforsamlinger. Nye problemer kan opstå, hvis det konstateres efterfølgende, at en eller flere kapitalejere har været afskåret fra at deltage i generalforsamlingen på grund af tekniske problemer, og der opstår spørgsmål om gyldigheden af de beslutninger, der blev vedtaget på generalforsamlingen. Ifølge bemaerkningen til SL § 77 overlades det til selskaberne selv ud fra en nærmere vurdering af det enkelte selskabs behov at fastlægge, hvilke tekniske krav der skal stilles til det anvendte system for at opnå forneden sikkerhed.

### 11.5.3. Elektroniske bestyrelsesmøder

Det er ikke kun generalforsamlinger, der kan afholdes elektronisk. Også bestyrelsesmøder kan efter SL § 125 holdes elektronisk, dog således at ethvert medlem af bestyrelsen eller direktionen kan kræve, at der finder en mundtlig drøftelse sted. Afholdes mødet elektronisk, finder lovens øvrige bestemmelser om afholdelse af bestyrelsesmøde samt elektronisk kommunikation, jf. § 92, med de fornødne afvigelser tilsvarende anvendelse. Se om bestyrelsesmøder nærmere foran i kap. 9.3.

### 11.5.4. Elektronisk kommunikation

Generalforsamlingen kan ifølge SL § 92 med § 106-flertal træffe beslutning om anvendelse af elektronisk dokumentudveksling samt elektronisk post i kommunikationen mellem selskabet og kapitalejerne (elektronisk kommunikation) i stedet for fremsendelse eller fremlæggelse af papirbaserede dokumenter i henhold til denne lov, jf. § 92, stk. 2-3. Generalforsamlingens beslutning efter stk. 1 og 2 skal optages i vedtægterne. Elektronisk kommunika-

74. Se således *Klaus Søgaard, Louise Celia Korpela og Lykke Smits*, a.st., p. 196 f. Forfatterne forventer, at selskaberne i højere grad vil afsøge mulighederne for at reducere det fysiske fremmøde og afholde en stadig mere elektronisk generalforsamling. For selskaber med spredt ejerskab kan der være omkostningsargumenter, der taler for en sådan bevægelse.

## 11.5. Elektronisk kommunikation og IT-generalforsamlinger

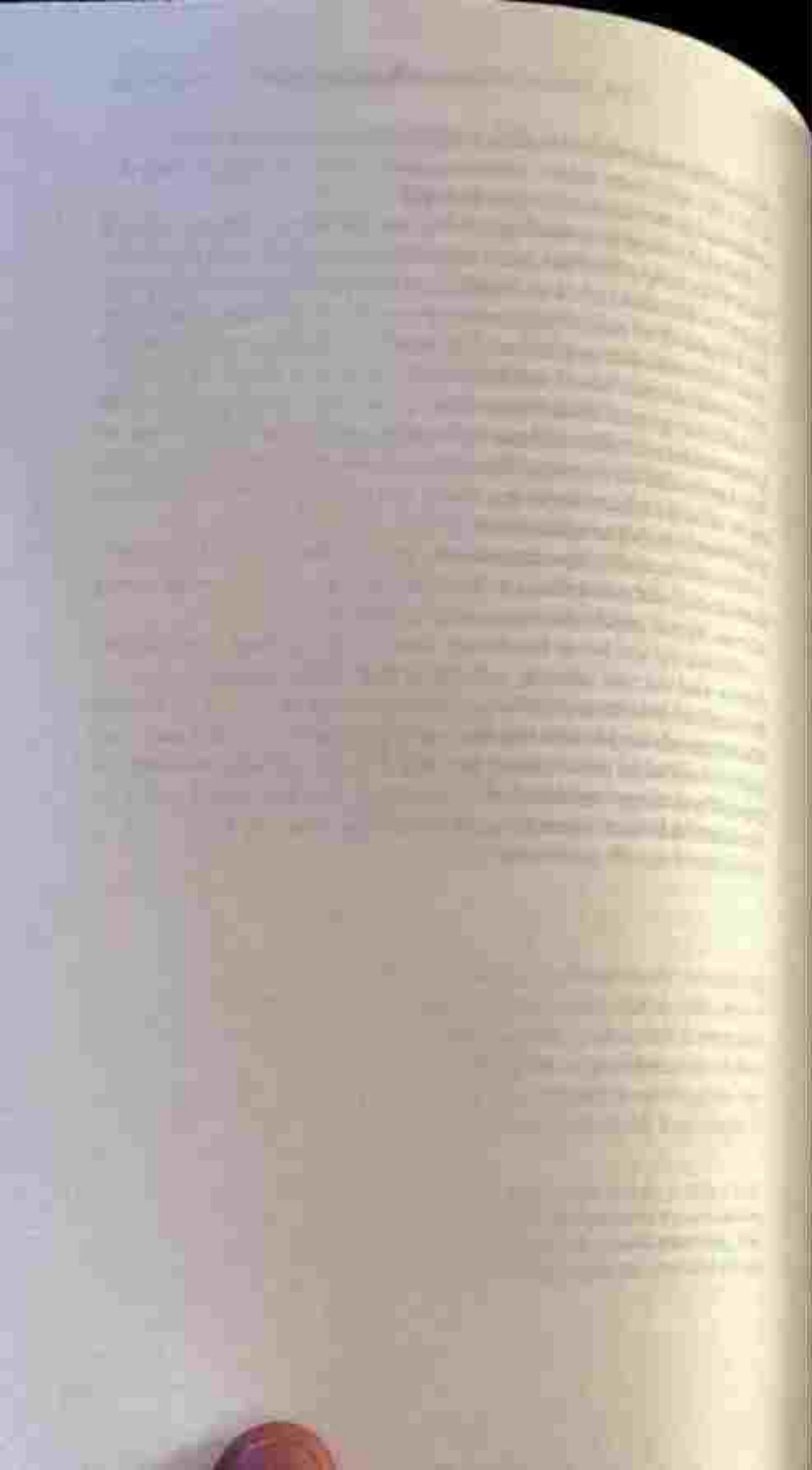
tion kan anvendes mellem selskabet og kapitalejerne uanset eventuelle formkrav, som måtte være anført i bestemmelserne vedrørende de pågældende dokumenter og meddelelser, jf. dog stk. 5 og § 12.

Det skal fremgå af beslutningen, hvilke meddelelser m.v. der er omfanget af beslutningen, og på hvilken måde elektronisk kommunikation skal eller kan anvendes. Det skal endvidere fremgå, hvor kapitalejerne kan finde oplysning om kravene til de anvendte systemer, samt om frengangsmåden i forbindelse med elektronisk kommunikation, jf. § 92, stk. 2. Kapitalejerne skal have en elektronisk adresse, hvortil meddelelser m.v. kan sendes, jf. § 92, stk. 6.

Selv om generalforsamlingen ikke har besluttet at indføre elektronisk kommunikation mellem selskabet og kapitalejerne efter stk. 1, f.eks. fordi der ikke kan skaffes det fornødne flertal, kan kommunikationen mellem selskabet og en eller flere kapitalejere dog foregå elektronisk, såfremt der mellem de pågældende er indgået aftale herom, jf. § 92, stk. 4.

Hvis der er truffet bestemmelse eller indgået aftale om elektronisk kommunikation, skal navnenoterede kapitalejere give selskabet en elektronisk adresse, hvortil meddelelser kan sendes, jf. § 92, stk. 6.

Såfremt det ved lov er foreskrevet, at selskabets meddelelser m.v. til aktionærer skal ske ved offentlig indkaldelse eller ved bekendtgørelse i Statistikdende eller i Erhvervsstyrelsens IT-system, falger det af § 92, stk. 5, at denne offentliggørelsesmåde ikke kan erstattes af elektronisk kommunikation, undtagen i de tilfælde, der er nævnt i § 95, stk. 3, 2. pkt. (offentlig indkaldelse til generalforsamling i selskaber, der har udstedt ihændehaverettier). For anmeldelser til Erhvervsstyrelsen gælder de særlige regler i SL § 12.



# Minoritetsbeskyttelse

## 12.1. Oversigt og hovedprincipper

Aktieselskabets fortrin som organisationsform for erhvervsvirksomhed betor blandt andet på, at der træffes beslutninger efter et flertalsprincip (også nævnt majoritetsprincippet, på engelsk »the majority rule«), jf. SL § 105 og foran i kapitel 11. For så vidt anpartsselskabsformen anvendes til at samle flere personers kapitalindsats, gælder det samme for disse selskaber. Selskabslovens regler om minoritetsbeskyttelse kan altså anvendes af alle kapitalselskaber. De er ikke skræddersyet til bestemte selskaber (se dog reglen om tilbudspligt i forbindelse med overtagelsestilbud, jf. kapitalmarkedslovens § 45).

I børsmotorerede selskaber findes der principielt et marked for selskabets aktier, som giver aktionærerne en exit-mulighed, såfremt de mætte mene, at der er et minoritetsbeskyttelsesproblem. I mange andre tilfælde kan – og har – kapitalejere generelt via supplerende vedtægtsbestemmelser og/eller ejeraftaler tage stilling til, om de har den fornødne mulighed for at komme ud af selskabet. I selskaber med en begrænset kreds af kapitalejere vil der ikke nødvendigvis være et marked for selskabets kapitalandele, ligesom der ofte vil være behov for at drafte bestemmelser om minoritetens indflydelse i selskabet. Eksempler på, at konkret regulering er påkrævet, er generationsskifte og ventureinvesteringer.

Udgangspunktet er som nævnt, at flertallet i selskabet kan træffe alle beslutninger, som flertallet finder hensigtsmæssige. Det er vigtigt at holde fast i, at flertallet kan bestemme, hvorledes selskabet skal udvikles. Flertallet kan bestemme, om selskabet skal følge en vækststrategi med højrisiko eller en mere forsiktig linje, om selskabet konkret skal erhverve eller sælge det ene eller andet aktiv osv.

Krav om enstemmighed kan begrundes i interessentskaber, hvor der er personlig hæftelse, men ikke i kapitalselskaber med begrænset hæftelse, og ikke når der er mange deltagere.

Det ville imidlertid umuliggøre kapitalselskaber som organisationer, hvis investorer, som ikke hører til flertallet, skulle affinde sig mod enhver beslutning fra flertallets side. Til selskabsformens fortrin hører også, at lovene opstiller præceptive regler, som beskytter den enkelte kapitalejers økonomiske og forvaltningsmæssige interesser. Selskabslovens regler tilstreber en balance mellem et effektivt flertalsstyre og en rimelig mindretalsbeskyttelse. De nyere ændringer i selskabslovgivningen prioriterer hensynet til en smidig forretningsgang og økonomisk effektivitet højere end tidligere.<sup>1</sup> men en række undersøgelser peger også på, at der er en positiv sammenhæng mellem effektive minoritetsregler og økonomisk effektivitet.<sup>2</sup>

Traditionelt sondres mellem kapitalejernes *individualrettigheder* og *minoritetsrettigheder* henholdsvis *minoritetsbeføjelser*.

Individualrettigheder er betegnelsen for sådanne rettigheder, som kan gøres gældende af enhver kapitalejer i kraft af hans stilling som kapitalejer. Individualrettigheder kan lovtæknisk udtrykkes som krav om enstemmighed til visse beslutninger. De seneste ændringer i aktieselskabsloven har vedtagelsen af selskabsloven begrænset omfanget af aktionærernes individuelrettigheder.

Tidligere indeholdt AL § 79 en opregning af tilfælde, hvor der krævedes enstemmighed. Konsekvensen af et enstemmighedskrav er, at enhver aktionær kan forhindre vedtagelsen af den pågældende beslutning. Krav om enstemmighed til visse beslutninger gør det imidlertid i selskaber med blot nogen spredning af aktierne umuligt at gennemføre de pågældende beslutninger. Blot en enkelt modvillig aktionær kan hindre de pågældende beslutninger, selv om de utvivlsomt er til gavn for selskabet. Med den nævnte begrundelse

1. If. her til allerede bet. 1229:1992 p. 47 ff. og endnu mere odtalt forarbejderne til de senere lovgændinger, jf. nærmere forneden i kap. 1.3.
2. Mest kendt er således *Lo Poria et al.*, Journal of Political Economy 1998, Vol. 106 nr. 6 p. 1113-1144 og samme, Investor Protection and Corporate Valuation, The Journal of Finance, Vol. LVII nr. 3. 2002 p. 1147-1170. Artikelene viser, at der er nogle sammenhænge mellem selskabernes ejerstruktur og problemerne med minoritetsbeskyttelse. En stærk minoritetsbeskyttelse fremmer formeltlig spredt ejenskab, og omvendt giver koncentreret ejenskab – som bl.a. er det fremherskende i Danmark – typisk anledning til minoritetskonflikter, jf. berved bl.a. *Reinier R. Kraakman m.fl.*, The Anatomy of Corporate Law, 2003, p. 60 f., 118 f. og 184 f. Det er usikkert, om ligesammensæningen vender den ene eller den anden vej. Ved sammenligninger mellem forskellige retssystemer må den forskellige ejerstruktur tages i betragtning, jf. berved også *Hanne Sandsgaard Birkmoes*, Konkurrence mellem retssystemer, 2004, p. 170 ff. og 308 f. Se om minoritetsbeskyttelse i australsk (og nordisk) ret i det hele *Felix Trauen*, Aktionsærernes myndighetsmisbrug, 2004. Afhandlingen fokuserer på generalklausulen i de norske selskabsloves § 5-21, svarende til AL § 80, nu SL § 108.

er der sket en væsentlig indskænkning af de tilfælde, hvor loven krever enstemmighed. Tilbage i aktieselskabsloven blev kun bestemmelserne i § 79, stk. 1, om forøgelse af aktionærernes forpligtelser, jf. nærmere herom nedenfor i afsnit 12.2.

Anpartsselskabslovens § 34 havde derimod bevaret de hidtidige regler om enstemmighed, hvilket stemmer overens med denne selskabsforms karakter af personsselskabslignende.

Selskabsloven har ændret de hidtidige regler. Reglen om enstemmighed vedrørende en forøgelse af aktionærernes forpligtelser, nu SL § 107, stk. 1, gælder for alle kapitalselskaber. De øvrige tilfælde, hvor der krævedes enighed i anpartsselskaberne, er fjernet.

Minoritetsrettigheder er, som ordet siger, rettigheder, som tilkommer et vis mindretal af aktionærer. Når selskabsloven vedrørende vigtigere beslutninger krever kvalificeret majoritet, giver dette en minoritet af vis størrelse mulighed for at hindre sådanne beslutninger. I kapitlet om generalforsamlingsvælgtsændringer, jf. SL § 106 og vedrørende de specielle vælgtsændringer, som nævnes i SL § 107, stk. 2 og 3. Uden for generalforsamlingskapitlet bl.a. om beslutninger om selskabets opløsning ved likvidation (SL §§ 217 og 281), fusion (SL §§ 246 og 281), omdannelse (SL §§ 321-324) og spaltning (SL §§ 264 og 301).

Det er ikke givet, at krav om, at beslutninger skal tages med (høje grader af) kvalificeret flertal, altid er i kapitalejernes interesse. Ikke mindst i de senere år har der været diskussion vedrørende tilfælde, hvor en såkaldt *blokerende minoritet* – typisk den, der skal til for at forhindre vælgtsændringer, jf. nedenfor – har kunnet bruges aktivt til at hindre et selskabs vækst eller videreføring for derved at tvinge til fusion eller salg. Anvendelse af minoritetsbeskyttelsesreglerne som led i sådanne strategier går formentlig ud over de rammer, som lå til grund for reglerne, men kan i praksis vanskeligt hindres.<sup>3</sup>

De angivne minoritets- og individualrettigheder er alle af negativ karakter, for så vidt som de går på, at de enkelte kapitalejere eller et mindretal kan hindre bestemte beslutninger. Selskabslovene tillægger også kapitalejerne positive beføjelser. Individualrettigheder af positiv karakter er bl.a. de i formge kapitel nævnte forvaltningsmæssige beføjelser, retten til at møde på generalfor-

<sup>3</sup> 1969-betænkningen p. 118 antog dog, at generalklausulen i AL § 80 også kan beskytte mod minoritetsmisbrug. En forudsætning herfor må imidlertid være, at det stanses, at aktionærer har en (vis) loyalitetspligt mod selskabet, hvilket strider mod tidligere gældende opfattelse. Denne tidligere opfattelse er dog under ændring, jf. nærmere ovenfor i note 23.

samlingen, retten til at kneve oplysninger og retten til at stemme. Endvidere visse rettigheder ifølge regler, der beskytter kapitalejernes økonomiske interesser, eksempelvis minoritetters indlosningset, jf. SL § 73 og reglen i SL § 249 om godtgørelse, hvis vederlaget ikke er rimeligt og sagligt begrundet ved fusion. Minoritettsbefejelerne er bl.a. bestemmelsen om indkaldelse af ekstraordinær generalforsamling i SL § 89, retten til at udnævne en medstyrer, jf. SL § 144, stk. 2, retten til at anmode om granskning, jf. SL § 150, samt retten til at vælge en mediukvidator, jf. SL § 218, stk. 2.

De specielle regler omfatter ikke alle kapitalejernes individual- og minoritetsrettigheder. Selskabslovene af 1973 fandt det hensigtsmæssigt til de specielle regler at føje en generalklausul om majoritetsmisbrug, som kan opfange udekantede områder og give hjemmel for den videre retsudvikling.<sup>4</sup> Det er nu bestemmelsen i SL § 108.

Generalklausulen lovfæster nogle selskabsretlige hovedprincipper, som også var gældende før AL 1973, og som i øvrigt også kommer til udtryk i de specielle minoritetstregler. Ældre retspraksis har derfor stadig betydning. Fremstillingsmæssigt kan generalklausulens standard og de specielle minoritetstregler navnlig deles op efter tre hovedsynspunkter: For det første gælder i selskabsretten en *almindelig lighedsgrundætning*: Kapitalejerne har, medmindre andet har særlig hjemmel eller saglig begrundelse, krav på ligebehandling fra selskabets side.<sup>5</sup> Princippet om ligebehandling af aktio-

4. Om baggrunden se nærmere forhandlingerne på det 15. nordiske Juristmøde 1931, Gert Olson i Festschrift til Borum, 1964, p. 349 f., Knut Røche samme sted p. 431 f. og Borum JFT 1973 p. 117 f. Se om generalklausulen i norsk (og nordisk) aktieselskabsret i det hele Filip Trygve, Aksjonærernes myndighetsmisbrug, 2004.
5. Der hersker megen uklarhed om indholdet og rækkevidden af den selskabsretlige lighedsgrundætning. Se eksempelvis Ville Pöntä, The principle of equality of shares and shareholders, i NTS 2016:1 p. 38 f., med en analyse af nordisk ret. Ofte bruges lighedsgrundætningen i en videre (retspotisk) betydning, f.eks. i forbindelse med diskussionen om tildelspligt efter kapitalmarkedslovens § 45 eller i forbindelse med diskussionen om tilladeligheden af A-B-aktier. Det ses intet reelt til disse diskussioner ved at henviske til et forstået lighedsprincip, hvorfra der deduceres svar. Det har derimod god mening at forslange, at selskabets beslutninger og handlinger skal være *alige*, dvs. begrundet i saglige hensyn til selskabet som sådant. I det sidste ligger egentlig, at de skal være *ikke-diskriminerende*, dvs. at de skal varetage alle kapitalejers interesser. Moderniseringsbetenkningen indeholder p. 273 f. en række overvejelser vedrørende forholdet mellem generalklausuler og ligeretsgrundætning. Det nævnes indledningsvist, at principippet i ligeretsgrundætningen er, at aktionærerne hhv. aktiehalvere i samme situation er ligestillet. Dette princip rummer generalklausulens også, hvorfor bestemmelserne overlapper hinanden. «På den anden side nævnes også,

øverne fastslås også i direktivet om aktionærrettigheder, art. 5. SL § 45 fastslår ligelædes dette udgangspunkt med ordene »alle kapitalandele har højt ret i selskabet«.

For det andet gælder, at handlinger og vedtagelser, som åbenbart strider mod selskabets interesser, er uretmæssige, jf. ordene i SL § 108 og nedenfor.

For det tredje, at vedtagelser eller handlinger, hvorved en majoritet skaffer sig utilbørlige fordele på de øvrige kapitalejeres bekostning, er uretmæssige, jf. ligelædes ordene i SL § 108 og nedenfor.

## 12.2. Individualrettigheder – enstemmighedsreglerne

Tidligere opregnede AL § 74 en række forhold vedrørende aktionærernes retsstilling, som kun kunne ændres ved enstemmig beslutning. De fleste af disse ændringer kan nu ske med ni tiendedeles flertal efter SL § 107, stk. 2, jf. straks nedenfor.<sup>6</sup> Tilbage er alene blevet den regel i § 107, stk. 1, at beslutninger om vedtægtsændringer,<sup>7</sup> hvorved kapitalejernes forpligtelser over for

st generalklausulen har et videre anvendelsesområde som beskyttelse af selskabets og kapitalejernes interesser, jf. ovenfor i teksten.

Anpartshavsblovens § 34 krævede enstemmighed 1) ved udloddninger til andre end anpartshavere og medarbejdere, 2) ved forægeler af anpartshavernes forpligtelser, 3) ved indførelse af omsettelighedsbegrensninger, 4) ved indløsningspligt, 5) ved fastsættelse af bestemmelser om anpartshavernes ret til at træffe beslutninger uden generalforsamling og 6) hvis anpartshavene som led i en spaltning ikke modtager stemmer, anparter eller aktier i hvert af de modtagende selskaber i samme forhold som i det indskydende selskab. Som nævnt ovenfor i teksten er reglerne nu de samme i alle kapitalselskaber.

Selv om SL §§ 106 og 107 taler om »vedtægtsændringer«, hvorved ... må sond en konsekvens også antages, at enkeltsidende beslutninger af den art, som bestemmelserne omhandler, kræver enighed eller tilsvarende majoritet, jf. Werkauff, Generalforsamling og beslutning p. 150; anderledes måske Boje Jacobsen i Jur. 1974 p. 136 Gomor/Schumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 419, og Jan Schous Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 583, vil i disse situationer anvende generalklausulen i SL § 108. Forskellen i forhold til det af mig anførte synes dog ikke stor, når det af Jan Schous Christensen med henvisning til færre arbejdende anføres, at uder er tale om en beslutning om vedtægtsændring omfattet af bestemmelsen, selv om den relevante det ikke kommer til at fremgå af vedtægternes. Det gives som eksempel en konkret fravigelse af fortægningsretten. Alle vil formentlig være enige i, at SL §§ 106 og 107 ikke kan sættes ud af spillet blot ved at tage (en række) konkrete bestemninger. Eller den norske aks/aasL § 5-20 kræves enstemmighed eller kvalificeret flertal ved enfler beslutning dvs. også enkeltsidende vedtagelser, jf. således Aarbøger m.fl., Aksjeloven, 4. udg., 2017, p. 411, 1097.

selskabet forøges, kræver tiltrædelse af samtlige kapitalejere. Denne regel knytter sig tæt til selve selskabsformen: Kapitalejernes økonomiske forpligtelser over for selskabet er udløst, når de har præsteret deres indskud. De kan ikke senere pålægges forpligtelser, hvad enten beslutningen går på yderligere indskud, ydelse af lån til eller påtagelse af forpligtelser for selskabet eller over for selskabet, f.eks. i form af konkurrenceklausuler eller samhandelspligt, jf. som eksempel U 1959.209 V.

SL § 107, stk. 1, er ikke udtæmmende i den forstand, at der ikke kan tennes andre tilfælde, hvor der kræves samtlige kapitalejeres tiltrædelse af en beslutning. Dette kan således være tilfældet med beslutninger, der i den konkrete udformning vil være i strid med grundsætningen om kapitalejernes lighedsrettsigelse. Når eksempelvis § 107, stk. 2, giver adgang til at indføre bestemmelser om omsættelighedsindskrænkninger, om indlæsning eller om stemme Loft, forudsættes, at disse bestemmelser respekterer lighedsgrundsætningen. Der kan således ikke træffes bestemmelse om, at kun enkelte, bestemte kapitalejere indlæses, jf. nærmere herom nedenfor, eller om at kapitalandelene inddeltes i klasser. *Er der* allerede flere kapitalklasser, gælder reglen i SL § 107, stk. 3, jf. nedenfor.

I forbindelse med kapitaludvidelejer har kapitalejerne *fortegningret*, jf. foran i kap. 7.2.4. Fortegningsretten er ikke en individuelret. Den kan fraværes af saglige grunde, men hvis der udstedes fondsandelse eller kapitalandelse til favorikurs, kan andelene ikke gives til eller tegnes af tredjemand og må i øvrigt fordeles lige blandt kapitalejerne indbyrdes.

### 12.3. Reglerne om kvalificeret flertal

#### 12.3.1. Vedtægtssændringer

Vedtægternes indhold fastlægger i det hele kapitalejernes retsstilling, jf. foran i kap. 5.2.3. Ændringer heri kan kun gennemføres med kvalificeret flertal efter SL § 106. Kravet om kvalificeret flertal i anpartssekskaberne var indtil selskabsloven dog kun deklaratorisk. Vedtægterne i et anpartssekskab kunne indeholde en bestemmelse om, at simpelt flertal var tilstrækkeligt (også) til vedtægtssændringer. Reglerne er nu ens. Kravene kan skærpes, men ikke lønnes. En skerpelse kan gå på en højere brøk end 2/3 eller f.eks. på, at forslag,

der ikke er tilstræk af selskabets bestyrelse, kræver en højere majoritet, jf. U 1966-465 v.<sup>1</sup>.  
 Flertallet skal udgøre to tredjedele såvel af de afgivne stemmer<sup>2</sup> som af den repræsenterede stemmeberettigede kapital. Dobbeltkravet er fastsat af henvis til kapitalejere med begrænset stemmeret, jf. SL § 46, stk. 1.<sup>3</sup>  
 Enkelte kapitalandele medregnes ikke ved opgørelsen af stemme- og kapitalandele, jf. SL § 85 samt ovenfor i kap. 8.4.

Eventuelle stemmeløse kapitalandele har efter SL § 46, stk. 2, kun repræsentationsret, hvis det fremgår af vedtægterne. Repræsentationsret er et nyt begreb, der er indført i selskabsloven. Det indebærer, at en stemmeløs kapitalandel kan blive talt med ved opgørelsen af den repræsenterede kapital-

3. Dommen godkendte vedtagelsen af en bestemmelse af denne art som var mod et gjendigt overtagesforsøg mod Handels- og Landbrugsbanken i Thisted. Dommen viste vægt på, at bestemmelsen ikke medførte nogen forskel mellem de enkelte aktionærers inddyrdes retsstilling, »men alene en forskel mellem ledelsens og de øvrige aktionærers muligheder for at gennemføre vedtægtsændringer«, og at »En sådan forstørrelse ville dog nærmest uundværligt føre til mange andre aktieselskaber, herunder bankaktieselskaber, et øget risiko for at miste kontrollen over deres aktiver, hvilket ville være en uønsket udvikling i forhold til aktionærernes interesser«. Dommens betragtninger må anses som tidsbundne og ikke i overensstemmelse med nye tanker om aktivt ejerskab, som generelt fastholder sig kritisk til trækantener, der reducerer aktionærernes muligheder for at udele kontrol, jf. agentprincipal-teorien og herom foran i kap. 3. Se herved også *Gernot Schramm-Müller, Kapitalselskaber*, 8. udg., 2015, hvor det anføres, at »vedtægtsbestemmelser, der i realiteten umydiggør generalforsamlingen, er dog ikke gyldige«. Se også *Jens Schaus Christensen, Kapitalselskaber*, 5. udg., p. 581, som anfører, at denne type vedtægtsbestemmelser »fortsat ses«.

4. Eventuelle blanke stemmer medregnes ikke i antallet af afgivne stemmer. Heller ikke ugyldige stemmer. Antallet af ja-stemmer skal således være mere end 2/3. Således bl.a. *Gernot Schramm-Müller, Kapitalselskaber*, 8. udg., 2015, p. 416, og *Jens Schaus Christensen, Kapitalselskaber*, 5. udg., 2017, p. 581. Anderledes vedtærende blanke stemmer Schramm-Müller/Werlauff, *Selskabsloven*, 3. udg., 2020, p. 679. Navnekapitalejere, som ikke kan stemme efter SL § 49, fordi de ikke er noteret i ejerbogen, kan heller ikke anses som repræsenteret. Det samme må gælde for aktier, som er udleveret efter registreringsdatoen, og hvorpå der ikke kan stemmes, jf. SL § 54.

5a. Hvis der er fastsat begrænsninger i de enkelte kapitalejeres stemmeret (stemmeloft), virker reglen til fordel for den stemmehængige majoritet, idet hele kapitalandelen anses for repræsenteret. Reglen må alligevel fastholdes, jf. herved også *Jesper Lau Hansen, NTS 2012:1* p. 21 om Bank-Trelleborg-sagen, U 2012.1228 H. Se om forståelsen af begrebet »den repræsenterede stemmeberettigede kapital« i øvrigt Werlauff, Generalforsamling og beslutning p. 477 f. og *Poul Madsen* i U 1975B, p. 344 f., jf. U 1984B, p. 211 f. Werlauff argumenterer i NTS 2014:2 p. 58 f. for, at repræsentationsretten er udelelig, dvs. at den enten består eller ikke består under samtlige emner på en generalforsamling. Jesper Lau Hansen argumenterer omvendt for en mere vidtgående frihed i NTS 2014:4 p. 27 f.

Uanset at kapitalejerne altså ikke kan stemme, får de dermed en vis beskyttelse mod ændringer i selskabet. Hvis et selskab i fremtiden overvejer at udstede stemmeløse kapitalandele, bør muligheden for at tillægge kapitalandelene et præsentationsret indgå i overvejelserne.

Hvis forslaget til vedtægtsændringer medfører indgreb i kapitalejernes rettigheder eller ligestilling, omfattes beslutningen efter omstændighederne af de minoritetsbeskyttelsesregler, der indeholder skærpede krav til vedtagelsen. I så fald må naturligvis disse skærpede krav opfyldes.

### 12.3.2. SL § 107, stk. 2

SL § 107, stk. 2, opregner de vedtægtsændringer, som kan gennemføres med en majoritet på ni tiendedele såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede kapital. Disse er følgende:

1° Bestemmelser om, at kapitalejernes ret til udbytte eller til udlodning af selskabets midler formindskes til fordel for andre end kapitalejerne eller medarbejderne i selskabet eller datterselskab.

Vedtægtsbestemte udbyttedelingsordninger til fordel for medarbejderne krever ikke flertal efter denne bestemmelse, men blot almindeligt flertal til vedtægtsændring. Vedtægtsændringer med flertal efter § 107, stk. 2, kan bl.a. være relevante i forbindelse med beslutninger om større gaver, der går ud over grænserne i SL § 195, jf. foran i kap. 5.2.3.3.

2° Bestemmelser om *omsættelighedsindskrænkninger*, herunder bestemmelser om, at selskabets samtykke kreves til overgang af kapitalandele, eller at ingen kapitalejer kan besidde kapitalandele ud over en nærmere fastsat del af kapitalen.

Det kvalificerede flertal kreves både ved indførelse af nye omsættelighedsindskrænkninger og ved ændringer i allerede bestående indskrænkninger, jf. således vedrørende den hidtidige enstemmighedsregel U 1945.1085 H om en vedtægtsændring, hvorefter aktierne i Vejle Amts Folkeblad ikke ved arv kunne overdrages personer, der boede uden for bladets læserkreds. Denne bestemmelse fundtes videregående end en allerede gældende omsættelighedsindskrænkning og kunne derfor kun gennemføres med enstemmighed efter de dageldende regler.

Det andet led i § 107, stk. 2, nr. 2, omhandler det såkaldte *ejerloft*. Det har været omdiskuteret, hvorvidt bestemmelser om ejerloft er en omsættelighedsindskrænkning. § 107, stk. 2, nr. 2, besvarer dette spørgsmål bekræftende.

Samtykkebestemmelser og bestemmelser om ejerloft findes i mange store selskaber som værn mod fjendtlige overtagelsesforsøg. Lettelsen i adgangen til at gennemføre vedtægtsbestemmelser herom var udtryk for et ønske om at

muliggøre et sådant forsvar. De blev indført ved lovændringerne i 1992, bl.a. fordi en række banker ønskede at få mulighed for at indføre sådanne begrænsninger. I dag ville perspektivet formentlig være et andet. Overvejelserne ville nu gå på agent/principal-perspektivet og på, om de respektive selskaberne har et marked for virksomhedskontrol, jf. foran i kap. 2.1.2. Anbefalinger for god Selskabsledelse 1.3 anbefaler alene, at selskaberne ikke holder sig fra, uden generalforsamlingsgodkendelse, at imødegå overtagelsesforsøg. Anbefalingerne tager således ikke stilling til fænomenet fjendtlig overtagelsesforsøg. Se herved nedenfor i kap. 16.8.

Bestemmelser om omsettelighedsindskrænkninger strider umiddelbart mod ideen om et frit og effektivt fungerende kapitalmarked. Det ville eksemplensvis virke ødelæggende på markedet, hvis hver enkelt handel skulle godkendes af et selskabs bestyrelse, eller hvis omsætningsbegrænsninger virker således, at antallet af handler formindskes (for meget), hvorved kursfastsatningen bliver usikker. Børsnoterede selskabers aktier skal derfor være frit omsettelige, jf. betingelsesbekendtgørelsens bilag 1, punkt 2.2, og Nasdaq Nordic Main Market Rulebook punkt 2.11. Børsen kan dog efter en konkret vurdering tillade omsettelighedsbegrænsninger, der ikke medfører markedsfors্তyrrelser, herunder bestemmelser om samtykke og om ejerloft. Børsen accepterer i praksis visse objektivt udformede bestemmelser om samtykke og – i begrænset omfang – bestemmelser om ejerloft.<sup>11</sup>

3<sup>o</sup> Bestemmelser om *indløsningspligt* i lige forhold uden for tilfælde af selskabets oplostning eller tilfælde omhandlet i selskabslovens kapitel 5. Denne bestemmelse er ændret under indtryk af diskussionen omkring den såkaldte TDC-sag, hvor nogle kapitalfonde ville anvende reglen til at indløse de restende minoriteter, jf. om dommen straks nedenfor. I forhold til den tidligere bestemmelse markeres dette med ordene »i lige forhold« samt ved at undtage ufulde omhandlet i selskabslovens kapitel 5, dvs. de generelle indløsningsregler i SL § 69 og følgende.

11. JF. Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, *Børsretten*, 6. udg., 2019, p. 280 f. Jyske Banks aktier er frit omsettelige, men vedtagenes § 3, stk. 6, bestemmer, at overdragelse af aktier til et erhverver, der har eller ved overdragelsen opnår 10% eller mere af bankens aktiekapital, kræver bankens samtykke. Bestemmelserne angiver, hvornår samtykke kan og skal gives, og stk. 7 bestemmer, at såfremt et tilslag ikke er givet inden 5 dage efter, at ansøgningen er fremlagt til banken, anses samtykke for givet.

- 4<sup>a</sup> Bestemmelser om stemmeloft. Se nærmere herom nedenfor i afsnit 12.3A.
- 5<sup>a</sup> Bestemmelser om kapitalejernes stemmeret eller kapitalandelene i forbindelse med spælling. Se nærmere om spælling nedenfor i kap. 16.
- 6<sup>a</sup> Beslutninger om afholdelse af generalforsamling på andre sprog end dansk, svensk, norsk eller engelsk uden simultantolkning.
- 7<sup>a</sup> Beslutninger om at anvende andre sprog end dansk, svensk, norsk eller engelsk i interne dokumenter, der udarbejdes i forbindelse med eller efter generalforsamlingen.

Bestemmelserne i punkterne 6<sup>a</sup> og 7<sup>a</sup> skal ses på baggrund af, at nye regler i SL § 100, stk. 2-4, giver adgang til, at generalforsamlingen med simpelt flertal kan bestemme, at generalforsamlingen ikke skal afholdes på dansk, men på svensk, norsk eller engelsk uden simultantolkning eller på andre sprog med simultantolkning for samtlige deltagere. Tilsvarende med hensyn til de dokumenter, der bruges på generalforsamlingen, jf. SL § 100, stk. 6-9.

Majoritetskravet efter § 107, stk. 2, er som nævnt ni tiendedele såvel af de afgivne stemmer som af den repræsenterede kapital. Dette majoritetskrav resulterer et særligt fortolkningsproblem i relation til indlæsningsreglen i § 107, stk. 2, nr. 3. Det har i de senere år været almindeligt, at borsnoterede selskaber, der ønskes afnoteret, har gennemført en indlæsning af en udestående minoritet på under en tiendedel.<sup>12</sup> Hvis indlæsning gennemføres efter reglen i SL § 70 (tidligere AL § 20 b), kræves ni tiendedel af kapitalandelene og stemmerne, mens § 107, stk. 2, kun kræver ni tiendedele af de afgivne stemmer og af den repræsenterede kapital. Et flertal efter § 107, stk. 2, kan derfor opnås med

12. Vedtægtsbestemmelser om indlæsningspligt har tidligere fundet anvendelse i forbindelse med overtagelsesstilbud i borsnoterede selskaber, hvor selskabet har opnået 50 pct. af stemmerne og kapitalen og ønsker selskabet afnoteret – hvor med andre ord både betingelserne i SL § 70 og SL § 107 er opfyldt. Ändringen i SL § 107, stk. 2, nr. 3, udelukker denne mulighed, jf. ovenfor i teksten. Fordelen ved at anvende en vedtægtsbestemt indlæsning frem for indlæsning efter AL § 20 b (nu SL § 70) var, at den kan opnås en tidsperspektiv og fordele bl.a. med hensyn til at opnå samarbejdning. Se her til i det hele *Henrik Kaspersen* NTS 2003:3 p. 328 f., *Caroline Pontoppidan* RR 2003/4 p. 33 f., *Jan Preisfeldt* i U 2003B, p. 239 f. samt *Mads Illum* og *Bjørn Krug Andersen* RR 2005 nr. 7, p. 30 f. Se om indførelse af vedtægtsbestemmelser om indlæsningerne også U 2003:233 Ø (ikke prejudiciel forelæggelse for EU-Domstolen) og Københavns Byrets dom af 23. juli 2003 (NTS 2003:3 p. 272) vedrørende samme sags realitet.

mindre end ni tiendedele af samtlige aktier og stemmer, såfremt alle kapital ejere ikke modar på generalforsamlingen. Denne, hidtil ikke særlig plægtede forskel blev aktualiseret ved den såkaldte TDC-sag, hvor nogle kapitalfonde gennem et overtagelsesstilbud erhvervede 88,2 % af aktiene i TDC og derefter ved en vedtægtsbestemmelse efter den hidtidige AL § 79, stk. 2, besluttede at indløse de resterende aktionærer, heriblandt ATP. Erhvervstyrelsen tildegedav som sin opfattelse, at indløsningsreglen i § 79, stk. 2, ikke kunne anvendes som alternativ til AL § 20 b til fordel for en enkelt majoritetsaktionær. Erhvervstyrelsen så TDC-sagen som et eksempel på omglelse af kravet i AL § 20 b og en tilsidesættelse af lighedsgrundsatningen. Østre Landrets Amtsret af 13. juni 2007 fulgte Erhvervstyrelsens opfattelse. Dommen er offentliggjort i U 2007-2546.<sup>13</sup>

Selskabslovens § 107, stk. 2, nr. 3, konfirmerer Erhvervstyrelsens opfattelse. Bemærkningerne til bestemmelsen viderefører den praksis, som Erhvervstyrelsen har fulgt efter TDC-sagen.<sup>14</sup> Bemærkningerne siger således, at »Den vedtægtsbestemte tvangsindløsning efter aktieselskabslovens § 79, stk. 2, nr. 3, kan alene anvendes, hvor tvangsindløsningen sker i kapitalselskabets interesse på grundlag af objektive, saglige kriterier, der gælder generelt for alle kapitalejere uden hensyn til størrelsen af aktiebesiddelsen«. Bestemmelsen angår således en lige tvangsindløsning. Dette tydeliggøres i ordlyden, idet det indføjes »i lige forhold«. Hvis indløsningen er rettet mod en eller flere kapitalejere, der derved stilles ringere end de andre kapitalejere, kniver beslutningen samtykke fra den kapitalejer, hvis retsstilling fornriges, jf. ligeretsgrundsatningen i § 45.

Det tydeliggøres i bestemmelsen, at reglen ikke kan anvendes som et ge-  
nørkt middel til at eliminere små (< 1/10) minoriteter efter indløsningsreglen i SL § 70, jf. bestemmelsens ordlyd »uden for tilfælde ... omhandlet i kap. 5c. Indløsningsreglen i SL § 70 kan derimod anvendes uden særlige betingelser, jf. nærmere nedenfor i kap. 15.4.3.

Man kan spørge, om § 107, stk. 2, nr. 3, i fremtiden har et anvendelsesområde. Forarbejderne angiver et enkelt eksempel, nemlig en situation, hvor kapitalselskabet har til formål at være ramme om et virksomhedssamarbejde mellem kapitalejere, og hvor kapitalselskabet tillægges ret til at tvangsløse kapitalejere, der driver konkurrerende virksomhed.

13. TDC-sagen er refereret og kommenteret af de sagsgænges advokater i ET 2007-4 p. 265 f.

14. Jf. herved Lars Bunch og Søren Corfixen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 478 f.

### 12.3.3. Vedtægtsbestemmelser om udbytte og om forskydning af retsforholdet mellem kapitalklasserne

SL § 107, stk. 2, nr. 1, handler om vedtægtsbestemmelser, hvorved kapital ejernes ret til udbytte eller udlodning formindskes til fordel for andre end kapitalejerne eller medarbejderne. Sådanne ændringer kræver ni tienddedels flertal. Spørgsmålet er herefter, hvordan ændringer kan gennemføres i forhold til kapitalejere og medarbejdere.

Kapitalejerne har ikke krav på, at selskabets overskud (straks) anvendes til udbetaling af udbytte. Beslutningen om overskuddets anvendelse tages år for år af generalforsamlingen, som kan velge at konsolidere selskabet, jf. dog nedenfor i afsnit 12.4 om den såkaldte udsultning. Et selskab kan imidlertid have vedtægtsbestemmelser, som fastlægger en udbytteret for kapitalejerne med forbehold af, at selskabet giver overskud, jf. SL § 180, stk. 2, eller som bestemmer, at udlodning i form af kapitalmedsættelse skal ske, når visse betingelser er opfyldt. Selskabet kan omvendt også ønske at indføre en vedtægtsmæssig konsolideringspligt. Ændringer i vedtægtsbestemmelserne af forstørrelse art eller indførelse af bestemmelser af sidstnævnte art kunne efter en senere ophævet regel i AL 1973 § 79, stk. 2 (Apl. 1973 § 60, stk. 2), kun gennemføres med et kvalificeret flertal på tre fjerdedele af den repræsentative stemmeberettigede kapital. Ophævelsen af reglen betyder ikke, at bestemmelser som de nævnte ikke kan vedtages, men blot at dette som udgangspunkt kan ske med almindelig vedtægtsmæssigt flertal. Baggrunden for ophævelsen af udbyttereglen var en vurdering af dens værdi som beskyttelse mod udsultning.<sup>15</sup> Betenkningen fremhæver, at udsultning sjældent vil ske ved dertil sigende vedtægtsbestemmelser, men derimod ved at majoriteten år for år er tilbageholdende med at vedtage udbyttebetaling. En eventuel reaktion mod udsultning må derfor naturligt sages i generalklausulen i AL § 80, nu SL § 108.

Kapitalejerne har krav på lige behandling i selskabet. Den tidligere AL § 79, stk. 3, 1. pkt. (Apl. § 60, stk. 3, 1. pkt.), gav udtryk for denne lighedsgrundsaetning ved at bestemme, at vedtægtsændringer, hvorved retsforholdet mellem aktionærerne forskykes, kun er gyldige, såfremt beslutningen tiltrædes af de aktionærer, hvis retsstilling forringes. Bestemmelsen blev ophævet. Ophævelsen af aktieselskabslovens regel var imidlertid ikke udtryk for, at lighedsgrundsaetningen ikke fortsat gælder.

Udeladelsen af 1. pkt. i AL § 79, stk. 3, skete for at undgå den fortolkningstvivl, der tidligere har været, navnlig vedhæftende spørgsmålet om fravæ-

15. Betenkning 1229:1992 p. 54.

gelse af fortægningsretten i forbindelse med rettede emmissioner. Ophævelsen skulle i denne relation forestå således, at det ikke umiddelbart er i strid med den selskabsretlige lighedsgrundsatning at gennemføre rettede emmissioner. Rettede emmissioner kan gennemføres, hvis de er sagligt begrundede i selskabets forhold, jf. nærmere foran i kap. 7.2.4. Ikke sagligt begrundede fravigelser kan censureres med hjemmel i SL § 108.

Lighedsgrundsatningen vil som nævnt ovenfor være til hinder for en ændring af de bestående kapitalejeres indbyrdes retsstilling med hensyn til udbyttesudlodning eller med hensyn til deres stemmeret ved opdeling af aktierne i klasser.

Udstedelse af nye kapitalandele med præferencestilling med hensyn til udbytte og dækning ved likvidation, f.eks. i forbindelse med rekonstruktion, kan være i selskabets interesse og kræver hverken enighed eller ni tiendedels flertal,<sup>16</sup> men alene to tredjedes flertal efter den almindelige regel om vedtegsændringer i SL § 106.

Findes der allerede en opdeling i klasser, kan vedtegsændringer, der medfører en forskydning af retsforholdet mellem disse, dog gennemføres efter SL § 107, stk. 3 (som er gentaget i bestemmelsen om fortægningsret, SL § 162, stk. 6).<sup>17</sup> Der kreves hertil majoritet til vedtegsændring og desuden tiltrædelse af kapitalejerne, der ejer mindst to tredjedes af den på generalforsamlingen repræsenterede del af den klasse, hvis retsstilling forringes. Reglen giver naturligvis ikke flertallet ret til vilkårlige forringelser af enkelte kapitalejeres retsstilling. Reglen hjemler kun ændringer, der må vurderes som nødvendige eller fordelagtige for selskabet som helhed, og som derfor ikke bør forhindres af en lille minoritet. Usaglige forringelser vil stride mod generalklausulen i § 108, jf. nedenfor. Reglen i SL § 107, stk. 3, kan f.eks. anvendes til gennemførelse af rekonstruktioner, som nødvendiggør indgreb i de bestående kapitalejeres retsstilling.

16. H. således også Lars Bunch og Søren Corfman Whitt, *Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 471. Gennemførelse af en klasseinddeling i forbindelse med en kapitaludvidelse med fortægningsret for andre end de gamle kapitalejere, og således at de ny kapitalandele får en præferencestilling, må vurderes efter § 107, stk. 2, nr. 1, sammenholdt med § 108. Erhvervsstyrelsens standpunkt – som kan tiltrædes – er, at der ikke generelt bør stilles krav om 9/10-delers flertal efter § 107, stk. 2. For dette standpunkt taler ganske de samme grunde, som har ført til reglen i § 107, stk. 3, jf. ovenfor i teksten.

17. Se om fortægningsretten foran i kap. 7.2.5.

### 12.3.4. Begrensninger i stemmeretten. Stemmeloft

SL § 107 indeholder ikke en udtømmende opregning af kapitalejernes individuel- og minoritetsrettigheder. Bestemmelserne nævner bl.a. ikke generelle ændringer i kapitalejernes stemmeret. Som almindelig regel må antages, at vedtægtsændringer, hvorved der gøres begrensninger i stemmeretten, kræver enstemmighed.<sup>18</sup>

Denne regel er dog ikke ganske uden modifikationer. Retspraksis har tidligere godkendt en ophævelse af vedtægtsbestemmelser om stemmeretsdifferenciering, jf. U 1933.271 H (TIR 1933 p. 338) og indførelse af en regel om, at der ved vedtægtsændringer foreslået af andre end bestyrelsen gælder bestemte quorumkrav samt stilles yderligere krav om stemmeflertal, jf. U 1966.465 V. Dommen godkendte, at de pågældende vedtagelser var sken med almindeligt vedtægtsflertal. Begge de nævnte domme må læses i lyset af nyere udviklinger i selskabsretten. 1933-dommen viser, at domstolene ønskender vedtagelser, som berører stemmeretten, når disse vedtagelser – efter tidens opfattelse – anses for rimelige.<sup>19</sup> Det argument, dommen støttedes på, at en bestemmelse om, at hver aktie har en stemme, må anses for det naturlige udgangspunkt ved fastsættelsen af sådanne regler, kan tages som et udgangspunkt, men er både i Danmark og internationalt omstridt. Gældende dansk ret har yderligere bevidst opretholdt – og med selskabsloven endda udvidet – adgangen til stemmeretsdifferenciering og har med indførelsen af stemmeloftsreglen i AL 1973 § 172, stk. 2 – og fastholdelsen af denne regel, nu i SL § 107, stk. 2, nr. 4 – netop muliggjort vedtagelse af en regel som den, der i dommen blev ophevet, jf. straks nedenfor.

Vedtægtsbestemmelser, der lægger hindringer i vejen for forslag fra andre end bestyrelsen, stemmer diltigt med tanken om at fremme aktivt ejerskab, se nærmere om 1966-dommen foran i punkt 12.3.1.

Begrænsninger i stemmeretten kan som nævnt ovenfor også ske i medfør af reglen i SL § 107, stk. 3, om forskydninger mellem flere aktieklasser.

En lovfæstet adgang til at fastsette regler, som berører aktionærernes stemmeret, blev første gang indført i 1962 med reglen om stemmeloft i den dagældende AL § 172. Efter denne regel kunne stemmeloft indføres med fire femtedeles majoritet. Reglen blev indføjet som en midlertidig bestem-

18. Jf. aledes betænkning 1969 p. 118, jf. betænkning 1964 p. 160 og Gosord, Aktieselskabret, 1970, p. 338 f.
19. I samme retning formeltlig Gosord, nt.l., p. 338, når han tager dommen som udtryk for en modifikation i enighedskravet vedrørende vedtægtsændringer, der som i U 1933.271 H fjerner særlighedsbestemmelser, som tiden er løbet fra, og som fraviger almindelige regler på en urimelig eller dog usædvanlig måde.

mejse for at modvirke formodede – og umøkkede – udenlandiske opkøb efter Danmarks indtræden i EF. Efter at virksomhedsovertagelser – og forsøg herpå – er blevet en del af erhvervslivets hverdag, er adgangen til at indføre stemmeloft gjort permanent som en af de vedtægsændringer, der kan gennemføres i kapitalsekskaber med ni tiendedeles flertal, jf. SL § 107, stk. 2, nr. 4.

I overensstemmelse med de oprindelige intentioner bruges stemmeloft i dag generelt som forsvar mod fjendtlige overtagelser, men anvendes også i nogle selskaber, som af andre grunde ikke ønsker at have dominerende aktionærer.<sup>20</sup>

En vedtægsbestemmelse om stemmeloft kan forholdsvis let tænkes omgået ved en deling af kapitalandelene blandt flere ejere. § 107, stk. 1, nr. 4, tager ikke højde for koncernforhold eller andre former for interesseoversættelse. Der kan imidlertid gennemføres en vedtægsbestemmelse, der f.eks. bestemmer, at kapitalejere, der udgør en interessegruppe, tilsammen kun har det maksimerede antal stemmer.<sup>21</sup>

Problematikken om fjendtlige overtagelser og dermed også forsvar hertil mod knytter sig naturlig til større aktieselskaber. Der var derfor ingen regel i anpartsselskabsloven om indførelse af stemmeloft. Indførelse af stemmeloft i et anpartsselskab krævede samtykke af de anpartshavere, hvis retstilling forringes. Reglen i SL § 107, stk. 2, nr. 4, gælder nu i alle kapitalsekskaber.

**12.3.5. Indlossningsret som følge af vedtægsændringer. SL § 110**  
 SL § 107, stk. 2, giver selskabet øgede muligheder for at gennemføre en række vedtægsændringer, som enhver aktionær tidligere har kunnet modsette sig. Selv om ændringerne angiveligt er sket med det sigte at give selskaberne større handlefrihed – og dermed i et videre perspektiv anses for at være gavnlige for aktionærerne – har lovgiveren dog ønsket at give kompensation for den umiddelbare forringelse af aktionærernes (nu kapitalejer-

20. Jf. herved Debatoplægget om aktivt ejerskab, 1999, p. 234 f., 246. I borsnoterede selskaber kan stemmeloftet gøre det umuligt at gennemføre en majoritetsovertagelse. Dette kan lægge en dæmper på kursudviklingen. Nogle selskaber har ud fra en shareholder value-filosofi opført vedtægsbestemmelser om stemmeloft og andre stemmebegrensninger, jf. herved Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Borsretten, 6. udg., 2019, p. 525 f. Stemmeloftet, samtykkebestemmelser m.v. inden for banksektoren har senest været under debat i lys af den finansielle krisse og de dermed sammenhængende bankkrak.
21. Jf. Gossard, Aktieselskabret, 1970, p. 340, og betenkning 1229:1992 p. 20, jf. Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 319 f.

nes) position, som sker ved vedtægtsændringen. Dette er sket ved, at SL § 110 giver kapitalejere, som på generalforsamlingen har modsat sig de i § 107, stk. 2, nr. 1-4 og 6-7, nævnte vedtægtsændringer (derimod ikke nr. 5 vedrørende ændringer i forbindelse med spaltning, jf. nedenfor i kap. 16), ret til at kræve deres kapitalandele indløst. Indløsningen skal ske til en pris, der svarer til *kapitalandelens værdi*, jf. § 110, stk. 3. Hvorledes denne pris beregnes, siges ikke i bestemmelsen. Formuleringen er den samme, som anvendes i SL § 67, stk. 3, jf. § 70, stk. 2. Der findes kun en meget begrænset offentliggjort praksis vedrørende værdiansættelsen efter disse bestemmelser, jf. herved foran i kap. 6.1.6 samt nærmere nedenfor i kap. 15.4.3 vedrørende SL § 70, stk. 2. Der foreligger heller ikke nogen tilgængelig praksis vedrørende indløsningsbestemmelser i AL § 81 a, som SL § 110 er støtter.<sup>22</sup> De senere års udvikling synes i det hele at gå i retning af at øpheve omzetningsbegrensninger af den type, som § 107, stk. 2, indeholder. Takeover-debatten går ikke på behovet for at indføre værn mod overtagelser, men på om sådanne værn her tilsidesættes, jf. nedenfor i kap. 16.8 om takeoverdirektivets breakthrough-regel.

## 12.4. Generalklausulen

Generalklausulen i SL § 108 dækker alle de ovenfor nævnte hensyn til såvel enkelte kapitalejere som minoriteter, når den generelt forbinder generalforsamlingen at træffe beslutninger, som øbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbetalig fordel på andre kapitalejeres eller selskabs bekostning.

Generalklausulen er udtryk for individualrettigheder, som følgelig – så meget mere – også kan påberåbes af minoriteter over, og navnlig under, minoritetsbrækernes krav.

Inden for vide rammer er det fuldstændigt legitimt, at kapitalejerne benytter deres stemmeret til varetagelse af egne interesser. Man udtrykker undertiden dette således, at kapitalejerne ikke har troskabs- eller loyalitetspligt

22. I den specielle situation, hvor der er tilbudspligt efter kapitalmarkedslovens § 45 og indløsningspligt efter SL § 70, går kapitalmarkedslovens regel som udgangspunkt form, men en minoritsaktionær kan dog vælge en vurdering efter selskabsloven. Jf. SL § 71, jf. Paul Krüger Andersen, Niels Jørgen Clausen, Jesper Lau Hansen, Beskrivelsen, 6. udg., 2019, p. 505 f., jf. også Martin Christian Jeusen (Krohn) i NTS 2008:1 p. 93 f.

i forhold til selskabet.<sup>23</sup> Hermed siges både noget om den rolle, som kapitalejerne har på generalforsamlingen, og – i sammenhæng hermed – om det ansvar, som kapitalejerne kan pådrage sig for deres deltagelse i generalforsamlingens beslutninger.

§ 108 gælder, ligesom de øvrige bestemmelser i generalforsamlingskapitlet, både i aktie- og anpartsselskaber. Med den generelle udformning giver bestemmelsen mulighed for at tage hensyn både til forholdene i aktieselskaber med en spredt aktionærkreds og i anpartsselskaber med karakteristisk som personsselskaber. Et kendetegn ved personsselskaberne er således, at deltagerne har en gensidig loyalitetspligt.<sup>24</sup> Selv om man ikke direkte kan overføre f.eks. princippet om interessenters loyalitetspligt til et anpartsselskab, vil der i en konkret sag kunne hentes argumenter fra interessentskabsretten.

Som udgangspunkt har kapitalejerne hverken pligt til at møde på generalforsamlingen eller til aktivt at varetage selskabets interesse ved at stemme for

23. Denne udsagn er utvivlsomt stadig dækkende for aktionærer i al almindelighed (dvs. passive aktionærer). Bemerkningerne til SL § 362 om kapitalejernes ansvar anfører således kort, at »En kapitalejer har som sådan ingen pligt til at fremme selskabets interesser. Der kan imidlertid rejse spørgsmål, om denne er eller bør være gældende for majoritetsaktionærer – f.eks. moderselskaber – der spiller en aktiv rolle i selskabet. Sådanne majoritetsaktionærer bør ikke uden videre sidestilles med den brede mæsse af aktionærer. I Danmark er dette synspunkt navnlig gjort gældende af Werlauff i disputatens Selskabsmasken. Werlauffs hovedtese er, at der gælder en generalklausul om loyalitetspligt i selskabstetten. Denne loyalitetspligt påhviler selskabets kontrolgruppe. Se senest Werlauff, Selskabstet, 11 udg., 2019, p. 589. Werlauffs tese har ikke vundet ubetinget tilslutning i dansk teori, se således kritisk Gomard i Juristen 1992 p. 41 f. samt Jørgen Christensen, Kapitalsselskaber, 5. udg., 2017, p. 171 f. Eller mit åben beror kritikken bl.a. på, at tesen i Werlauffs version har fået en meget bred udformning. Der er imidlertid en rigtig kerne i synspunktet. Bl.a. udviklingen omkring koncerner gør det efter min opfattelse nødvendig at se kritisk på den traditionelle beskrivelse af aktionærrollen. I the American Law Institutes, Principles of Corporate Governance, 1994, beskriver part V, chapter 3 »Duty of Fair Dealing of Controlling Shareholders«. Udkastet forudsætter, at der påhviler kontrollerende aktionærer forpligtelser, der i et vist omfang kan sammenlignes med selskabsledelsens. Tilsvarende anføres i tysk teori, at aktionærerne har en grundlaggende *Treuepflicht*, jf. f.eks. Rainer Weil, Recht der Kapitalgesellschaften, 2010, p. 74 f., og Karsten Schmidt, Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., 2021. Se om majoritetsaktionærernes (specielt moderselskabers) stilling videre Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 531 f., og nedenfor i kap. 14.1.4 om aktionærernes ansvar.
24. Ifølge f.eks. Søren Friis Hansen & Valdemar Krenzel, Dansk Selskabstet 3, 2015, p. 578 f. Forfatterne beskriver ligefrem loyalitetspligten som personsselskabstetens generalklausul. Se herved også Karsten Engvig Sørensen i Mette Neville og Karsten Engvig Sørensen (eds), Company Law and SMEs, 2009, Duty of Loyalty for shareholders – a possible remedy for conflicts in SMEs?, p. 127 f., 141 f.

bestemte beslutninger. En aktionær, som har nogle aktier i sin kapitalpension, har ret til at forholde sig aldeles passiv. Dommen i U 1999.1080 V har derimod anset en anparshaver for erstatningsansvarlig for et tab, som fremkom, fordi han nægtede at stemme for den loypligtige forhøjelse af anpartskapitalen fra 80.000 til 125.000 kr., hvilket førte til selskabets tvangsopløsning. Dommen er et eksempel på, at konkret forhold kan gøre, at udgangspunktet må fraviges, hvis der foreligger en illoyal adfærd fra anparshavternes side. Sml. også U 2010.673 V, som fandt, at der ikke var formoden hjenneud til at ekskludere nogle aktionærer i vedtægterne eller på grund af illoyalitet i øvrigt.<sup>25</sup>

Kun kvalificerede former for udnyttelse (misbrug) af stemmeretten omfattes af generalklausulen i § 108. Dette udtrykkes med forbeholdene om, at beslutningen skal være øbemannet egnet ... til at skaffe nogen en *utilbarlig* fordel. Den tilsagte fordel, eller fravigelsen af aktionærernes ligestilling, må fremtræde klart og kunne karakteriseres som *utilbarlig*, dvs. f.eks. ikke begrundet i saglige hensyn til selskabets situation.

Kapitalejernes subjektive forståelse af situationen er ikke en nødvendig betingelse for bestemmelsens anvendelse, hvilket markeres ved ordene *regnet til*. Vægten i bedømmelsen skal altså ligge på en objektivert vurdering af virkningerne af den pågældende generalforsamlingsbeslutning bedamt i lyset af de selskabsretlige grundsætninger om ligebehandling m.v.

Fiertallet må ikke udnytte sin indflydelse til at skaffe sig *utilbarlige fordele på mindretallets bekostning*. Typiske eksempler herpå er ydelse af (ulovlige) lån til enkelte kapitalejere på favorable vilkår, fastsættelse af gunstige afregningspriser eller forretningsbetingelser i øvrigt til fordel for hovedaktionærer samt fastsættelse af for høje bestyrelseshonorarer og direktorlonninger i hovedaktionærselskaber. Tilsidesættelse af dispositionerne kræver, som ovenfor nævnt, et utvivlsomt misforhold mellem selskabets ydelse og det, som selskabet modtager som vederlag herfor; sml. således U 1966.739 V om fastsættelse af direktorlon. Vejledning om synspunkter for rimelig fastsættelse af honorar til ledelsen kan hentes i den omfattende skatteretspraksis om maskeret udbytte, men der er ikke identitet mellem de selskabsretlige og de skatteretlige regler, som der refereres til med udtrykket maskeret udbytte. Reglerne forfølger forskellige formål.<sup>26</sup>

25. Jf. herved Jan Schou Christensen, Kapitalejerskaber, 5. udg., 2017, p. 170 f., hvor det diskuteres, om de nævnte domme kan formodes som udtryk for retsmisbrug eller retsvidigt verdisplid, jf. i det hele Sesja Ewald, Retsmisbrug i formueretten, 2001.
26. Det er omvejet også tvivlsomt, om en skatteretlig bedømmelse af vederlag til bestyrelsesmedlemmer som i TIS 2003.198 kan ske på grundlag af en syns- og skonser-

Undertiden fremtræder misbruget på en sådan måde, at det står klart, at dispositionen ikke kan være foretaget i selskabets interesse, jf. således *Fonddommen U 1931-274 H* (TIR 1931 p. 448) om et modernselskabs frigivelse fra kontraktlige forpligtelser over for datterselskabet, jf. om dommen også nedenfor i kap. 15.3.2. Også denne situation dekkes af generalklausulen, jf. denne »på ... selskabets bekostning«.

I almindelighed vil den utilberlige fordel vel tilfælde flertallet selv. Det vil imidlertid også være ulovligt, såfremt fordeLEN tilgår *vandret* – typisk, men ikke nødvendigvis, personer eller selskaber, med hvem flertallet har interesse sammenfald, sml. således fra tidligere praksis U 1955-932-O.

Dommen fra 1955 er et eksempel på, at en hovedaktionær og et selskabs direktør træffer dispositioner, som med rettens ord var »ensidigt bestemt af hensynet til egne, herunder andre af dem beherskede selskabers interesse«.

For så vidt angår borsnoterede selskaber indeholder SI. § 139 d nu en regel om, at vigtige transaktioner mellem selskabet og dets nærtstående parter skal godkendes af bestyrelsen, inden de gennemføres. Bestemmelsen blev indført i 2019 som en del af implementeringen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv.<sup>27</sup> Transaktionerne skal tillige offentliggøres, således at aktionærerne kan vurdere vilkårene i transaktionerne. Baggrunden for reglen er, som det siges i forarbejderne, at der er en risiko for, at transaktionerne ikke gennemføres på almindelige markedsmæssige vilkår. Väsentlige transaktioner skal også omtales i årsregnskabet, jf. ARL § 98 C. Forarbejderne angiver, at vurderingen af vigtighedskravet skal ske i overensstemmelse med de regler der anvendes i forbindelse med udarbejdelsen af årsregnskabet. Efter § 139 d, stk. 4, er sædvanlige forretningsmæssige transaktioner ikke omfattet af kravene om godkendelse og offentliggørelse. Offentliggørelsespligten angår kun transaktioner, hvor dagsværdien udgør 10 pct. eller mere af de sam-

kling, hvor skattematerialet er formuleret således, at der skal tages stilling til, om vedtaget er sædvanligt efter den dagevidende aktieselskabslovs § 64, stk. 1. Det bliver erkendt, hvis selskabsretten skal bygge på skatteretten og skatteretten på selskabsretten. I det højeste kan en af delene være rigtig. Om skattepraksis se f.eks. *Aage Miechelsen m.fl.*, Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 1040 f.

27. Se om RTP (Related Party Transactions) Rolf Skog, RTP-reguleringens tekniske utmålinger for Sverige och andra länder, NTS 2019:11 ff. og vedrørende Norge Tore Brinthen, Reguleringen av avtaler mellom selskapet og tilknyttede parter i norsk aktieselskapsrett, NTS 2020:2-3 p. 13 f. Om den danske implementering se bl.a. Michael Philip Schmidt m.fl. NTS 2019:1 p. 11 f. og Julie Brynke Møller Nielsen, NTS 2020:1 p. 15. Sidstnævnte forholder sig kritisk til effekten af de nye regler.

løde aktiver eller 25 pct. af resultatet af primær drift i henhold til det seneste koncernregnskab eller årsregnskab, jf. § 139 d, stk. 2.<sup>28</sup>

Kapitalejerne har som nævnt ovenfor ikke krav på, at årets overskud udbetales som udbytte. De kan ikke, som efter den svenske ABL 18 kap., 11 §, kræve en vis minimumsudbetaling.<sup>29</sup> Hvis imidlertid selskabets udbytte holdes kunstigt nede under, hvad der er naturligt og rimeligt efter selskabets indtjening og kapitalforhold, vil dette efter omstændighederne kunne karakteriseres som en *udsultning*, som strider mod generalklausulen.<sup>30</sup> Således nævngt, hvis flertallets økonomiske behov er tilgodeset på anden måde, f.eks. ved ansættelse i selskabet som direktør. Også på dette område må flertallets ret til at bestemme imidlertid respekteres i vidt omfang, så meget mere som kontrollering i sig selv er en positiv ting efter en sædvanlig selskabsretlig betragtning. Skamt udsultning omtales regelmæssigt i litteraturen, har det ikke fået til megen praksis herom. Udsultningssynspunktet blev dog gjort gældende i U 1985.183 H. Dommen er næppe et typisk eksempel på udsultningssituationer. Mere typiske situationer vil formentlig være tilfælde i selskaber med en begrenset kreds af ejere. Højesteret fandt sagen ikke, at der forelå en minoritetsskrænkelse pga. en langvarig tilbageholdende udbyttepolitik, som bl.a. havde det saglige formål at sikre selskabets – en revisionsvirksomheds – økonomiske uafhængighed. Højesteret lagde herved også vægt på, at sagafgerne ved erhvervelsen af deres aktier havde haft noje kendskab til den ferie udbyttepolitik.<sup>31</sup> Særlig vedrørende visse hovedaktionærforhold kan indlossningsbestemmelserne i SL §§ 70 og følgende løse interessermodstillingerne mellem flertallet og mindretallet.<sup>32</sup>

Der foreligger kun få domme om anvendelse af generalklausulen. Foruden de ovenfor nævnte – hvoraf flere er fra før generalklausulens indførelse i 1973 – kan nævnes dommene i U 1991.180 H, U 1997.1358 H og U 2006.1448 H. U 1991.180 H anså ikke en kapitalforhøjelse, der resulterte

28. Se nærmere om SL § 139 d: *Gunn Søgaard* i NTS 2019.2 p. 3 f. Se også *Rolf Skog* a.s.t.
29. Efter den svenske regel kan 1/10 af aktionærerne kræve halvdelen af nettooverskuddet, dog maks. 5% af det nominelle kapital. Efter de norske aksjelove §§ 8-4 kan en tiendedel henholdsvis en tyvendedel af aktionærerne anmode tingsretten om at fastsætte et højere udbytte end fastsat af generalforsamlingen.
30. JF. således beskrivning 1969, p. 156 f., *General/Schäumburg-Müller*, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 425, *Werlauff*, Selskabsmasken, 1991, p. 389 f. Se om udsultning eller aarsk ret *Trayen*, Aktionsretenes myndighedsmisbrug, 2005, p. 425 ff.
31. Se kritik til denne del af begründelsen *Gunnar* i Højesteret 1961-1986 p. 62 og om dommen i det hele *Werlauff* i U 1985B, p. 193 f.
32. Se om indlossningsbestemmelserne nærmere nedenfor i kap. 15.4.3.

sette i en udvanding af en fjendlig overtagers aktiepost, for at være i stand med dagældende § 80. Se nærmere om dommen og generelt om fravigelse af fortægningssretten foran i kap. 7.2.5. U 1997.1358 H godkendte en tvangsinløsning af mindretalsaktionærerne i elskabet SEAS efter dagældende AL § 20 b (nu SL § 70). Indløsningen var tilrettelagt således, at den kunne ske inden for den dagældende § 20 b (der kun omfattede indløsningssret for moderselskaber med mere end ni tiendedele af stemmerne). Højesteret fandt, at hensynene bag tvangsinløsningen var beskyttelsesværdige, idet indløsningen skete for at imødegå spekulative opkab i SEAS, som fandt sted til skade for de overordnede formål bag elforsyningstøvgivningen. Ingen af de to domme vurderede, at der var tale om misbrug af majoritetens beføjelser. Dommene anså tværtimod de respektive fremgangsmåder som saglige. (Se herved også Højesterets dom i U 2002.1412, som godkendte indløsningsprisen). Derved viser dommene intet om grænserne i generalklausulen. Forudsætningsvis kan man dog sige, at dommene tager stilling til, om de anvendte fremgangsmåder er saglige, og at resultatet ville være anderledes, hvis dette ikke ansås at være tilfældet. U 2006.1448 H statuerede ersatningsansvar for nogle meget begunstigende dispositioner.

At der kun foreligger en beskeden praksis om anvendelse af generalklausulen, kan ikke uden videre tages som udtryk for, at bestemmelserne ikke har praktisk betydning.<sup>33</sup> Bestemmelserne indikerer et almindeligt princip om, at majoriteten ikke må misbruge sin magt i selskabet, og den har derved i det daglige retsliv en præventiv betydning, ligesom den udgør en fast legal basis for efterfølgende vurderinger og forhandlingsmessige løsninger af opståede konflikter.

## 12.5. Minoritetsbeføjelser

Selskabslovene giver en minoritet af en vis størrelse beføjelser til at kræve bestemte foranstaltninger gennemført til sikring af minoritetens interesser.

Minoritetsbrøken var tidligere i aktieselskaberne i de fleste tilfælde en tiendedel mod en fjerdedel i anpartsselskaberne. Forskellen sås som en naturlig følge af typesforskellen mellem de to slags selskaber (mange deltagere/få del-

33. Stephan Fisker Hviid og Anders Orgaard argumenterer i NTS 2018:1 p. 13 f. for, at det gøres mere klart, hvad betingelserne for at anvende generalklausulen er. Den nye regel i SL § 139 d om offentliggørelse og godkendelse af væsentlige transaktioner med nærtstående parter kan bidrage til, at aktionærerne i det mindste får kendskab til sådanne transaktioner, jf. ovenfor i teksten.

tagere). Bortset fra reglen om ekstraordinær generalforsamling er brocken nu den samme.

Minoritetens adgang til at forlange ekstraordinær generalforsamling indkaldt er omtalt foran i kap. 11.3.

Reglerne i SL § 144, stk. 3, giver en minoritet på en tiendedel af kapitalen adgang til at forlange udnevning af en medrevisor. Et sådant forlangende kan stilles på enhver generalforsamling, hvor valg af revisor er på dagsordenen, og uden at særskilt begrundelse herfor kan forlanges. En minoritsrevisor udnevnes af Erhvervsstyrelsen. Som oftest udnevnes den, som minoritten peger på, men Erhvervsstyrelsen er ikke bundet til dette.<sup>34</sup> En minoritsrevisor skal, som det siges i SL § 144, stk. 3, sammen med den eller de øvrige revisorer ... deltage i revisionen. Den pågældende revisor vil naturligvis være opmærksom på, hvad det er for overvejelser eller forhold, der har ført til, at mindretallet ønsker en minoritsrevisor, men han har ikke særlige opgaver i relation hertil. Han deltager i revisionen på lige fod med selskabets øvrige revisorer. En minoritsrevisor er udnevnt for tiden til og med næste ordinære generalforsamling. Loven giver ingen adgang til at afsætte denne revisor før dette tidspunkt.

En nærmere begrundelse er derimod nødvendig for, at en kapitalejer kan begøre granskning i medfør af SL § 150. Domstolene stiller krav om, at anmodningen om granskning skal være tilstrækkelig konkretiseret, jf. eksempelvis U 2019.217 O. Begæring om granskning kan indgives til skifteretten, når tilslutning opnås af en fjerdedel af selskabskapitalen. Skifteretten skal kun tage anmodningen til følge, såfremt den finder den tilstrækkeligt begrundet. Om granskningsinstituttet se nærmere nedenfor i kapitel 13.

Generalforsamlingens flertal træffer beslutning om selskabet skal gøre ansvar gældende mod selskabets ledelse m.fl., jf. SL § 364. Samme bestemmelser stk. 3 giver en minoritet på 1/10 mulighed for at modsette sig beslutningen med den virkning, at enhver kapitalejer selv kan føre en sag om ansvar på selskabets vegne, men på egen risiko, jf. herom også nedenfor i kapitel 14.

SL § 230 giver ved grove majoritetsmisbrug en minoritet på en tiendedel mulighed for at forlange opløsning af selskabet, jf. om reglen nedenfor i kapitel 16.

Endelig giver SL § 218, stk. 2, kapitalejere, der ejer en fjerdedel af kapitalen, ret til at vælge en medlikvidator, jf. om denne regel nedenfor i kapitel 16.

34. Se herved Erhvervsankensrets afgørelse af 27. oktober 2000 nr. 99.71.903. Jf. også Lars Bunch og Søren Corfixen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 625.

## 12.6. Retsvirkninger af mangler ved generalforsamlingens afhørdelse og beslutninger

Tilsidesættelse af de i kapitel 11 omtalte krav til generalforsamlingens afhørdelse og beslutningernes tilblivelse (*tilblivelsesmangler*) medfører som udgangspunkt, at den pågældende beslutning eller, hvis manglen har relation til afviklingen af generalforsamlingen som helhed, hele generalforsamlingen er ugyldig. Ligeledes er beslutninger, der er materielt ulovlige (*indholdsmangler*), ugyldige.

Retsag om ugyldighedsspørgsmålet kan anlægges af en kapitalejer<sup>35</sup> eller et medlem af ledelsen, jf. SL § 108, stk. 1.

Ikke enhver tilblivelsesmangel medfører ugyldighed. Tilblivelsesmangler, som med sikkerhed ikke kan antages at have påvirket beslutningen, medfører ikke ugyldighed.<sup>36</sup> Hvis en enkelt kapitalejer således uberettiget nægtes eller tildeles stemmeret, bliver beslutningen dog gyldig, hvis de pågældende stemmer er uden indflydelse på afstemningsresultatet, jf. hermed U 1925.874 H. Se også afgørelserne i U 1970.10 Ø og U 1944.172 Ø.

En yderligere modification følger af, at det i almindelighed må kræves, at kapitalejere, der er til stede på generalforsamlingen, straks på generalforsamlingen fremsetter indsigelse mod beslutningens gyldighed, jf. herved U 1944.172 Ø og U 1966.465 V.<sup>37</sup> På den anden side kræves det ikke, at kapitalejeren har været til stede på den pågældende generalforsamling som en betingelse for at anlægte generalforsamlingens beslutning.

Det bør under alle omstændigheder afdækkes rimeligt hurtigt, om de truffede beslutninger skalstå ved magt. Med henblik herpå fastsætter SL § 109,

35. Når selskabsloven taler om »en kapitalejer«, tænkes der naturligvis umiddelbart på kapitalejere, der er kapitalejere på det tidspunkt, hvor de vil anførte en beslutning eller i øvrigt gøre en minoritetsretighed gældende. I visse tilfælde må en beføjelse imidlertid kunne udføres af en kapitalejer, der ikke mere er kapitalejer, hvis ophøret har sammenhæng med den anførte beslutning, se således den norske dom i Rt 2000 p. 1792, hvor en aktionær havde fået nedskrevet sin aktiebeholdning til nul. Se om dommen og problemstillingen nærmere Hugo P. Matre i NTS 2001:4 p. 4 f. »Hva er en aksjonær?«.
36. Det afgørende synspunkt er, om det kan antages, at beslutningen, trods den formelle mangel, er et rigtigt udtryk for generalforsamlingens vilje. Nogle mangler vil typisk have denne karakter, jf. nærmere Werlauff, Generalforsamling og beslutning, p. 547 ff., sml. også Gomard, Aktieselskabsret, 1970, p. 323.
37. Jf. Gomard, a.st. p. 323, Werlauff, Generalforsamling og beslutning, p. 575 f., jf. også Blak p. 584 f. Anderledes Jan Schanz Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 589; sml. note 38 nedenfor.

st. 2, en tre-månedersfrist for sagsanlæg. Er sag ikke anlagt inden for ti. sten, anses beslutningen for gyldig, medmindre forsinkelsen er undskyldelig, jf. nærmere bestemmelserens st. 3, nr. 4, jf. her til U 1981.262 H samt U 2006.1448 H. Udgangspunktet er således, at beslutningen kun er anfægtelig.<sup>38</sup> SL § 109, st. 3, opregner dog tre tilfældegrupper, hvor beslutningen må anses som en nullitet, dvs. at den er og forbliver ugyldig, uden at nogen autoritativ konstatering heraf er en nødvendighed. Nullitet foreligger, id. fremt der foreligger grove indholdsmangler, jf. st. 3, nr. 1, og straks ne- denfor. Derudover øster st. 3, nr. 2, ved tilblivelsesmangler, der skyldes, at der kræves samtykke af alle eller visse aktionærer, jf. navnlig SL § 107. Og endelig hvis indicatelse til generalforsamlingen slet ikke er sket, eller reg-lerne herom væsentligt er tilsidesat, jf. st. 3.<sup>39</sup>

Den givne opregning af nullitetstilfældene er næppe udtemmende. Også andre grove tilsidesættelser af reglerne for generalforsamlingens afholdelse kan bevirkе, at beslutningerne må betragtes som nulliteter, jf. U 2006.1448 H.

Generalforsamlingsbeslutninger, der er i modstrid med indholdsnormer, som er bindende for generalforsamlingen, er i almindelighed ugyldige. Ek- sempelvis er en beslutning, som godkender en formålsoverskridelse, ugyldig, jf. således U 1966.31 H (U 1966B, p. 129). Det samme er en beslutning, hvorved kapital ejere begünstiges i strid med generalklausulen i SL § 108. U 1996.1550 H kendte en ekstraordinær generalforsamling i et anpartsselskab ugyldig. Højesteret anså såvel en enkelparishaveren som selskabet for bundet af en aftale om bestyrelsesrepræsentation. For så vidt angår selskabet ville dommen nu falde anderledes ud, efter at SL § 82 bestemmer, at ejeraftaler ikke er bindende for selskabet.

SL § 109, st. 3, nr. 1, forudsætter vedrørende indholdsmanglerne en sondring mellem indholdsmangler, der er så grove, at de medfører nullitet, og mangler, som kun medfører anfægtelighed (eller slet ikke medfører ugyldig-

38. Om anfægtelighed cfr. nullitet i relation til generalforsamlingsbeslutninger se nærmere *Werkauff* s.t. p. 566 f. og bl.a. også *Hjalmer Karlsgren* i *Festskrift til Ussing*, 1951, p. 249 f.
39. Anderledes for så vidt angår § 109, st. 3, nr. 2 og 3 (tidligere AL § 81, st. 3, nr. 2 og 3). *Jan Schans Christensen*, *Kapitalselskaber*, 5. udg., 2017, p. 588. *Jan Schans Christensen* argument for, at der ikke foreligger en nullitet i disse tilfælde, er, at «der (er) gode grunde til at lade beslutninger være gældende, der vel strider mod alle eller visse kapital ejeres rettigheder, men som aldrig anføres af de berørte kapital ejere, selvom disse ofte vil have en naturlig anerkendelse skriftlig (min fremhævelse). Det er imidlertid netop dette synspunkt, der fører til det ovenfor i teksten anførte, at kapital ejerne i almindelighed må gøre indsigelse, når de er til stede».

bed). Tilsvarende gælder vedrørende tilbivehedspræmissen efter stk. 3, nr. 3, jf. ordene »væsentlig er tilhedsdato«.

Generalforsamlingsbeslutninger kan ikke alene blive ugyldige, fordi de er i strid med bestemmelser i selskabslovene, men også hvis de strider mod anden lovgivning. Det kan ikke sluttes modsættningavis fra udtrykket »denne lov« i SL § 109. Selskabsloven tager blot ikke stilling til virkningen af, at beslutninger strider mod anden lovgivning. Det må afgøres konkret efter den pågældende lovgivning, i hvilket omfang tilhedspræmissen af andre lovgæller medfører ugyldighed.

Ved dommen kan generalforsamlingens beslutning kendes ugyldig eller andres, jf. SL § 109, stk. 4. Ændring kan ske efter påstand, hvis retten er i stand til at fastslå det korrekte indhold af beslutningen, således f.eks. i afstemningstilfælde at B er valgt i stedet for A. Et sådant eksempel forelå i en utrykt Østre Landsrets dom,<sup>40</sup> der var en udleber af Louis Poulsen-dommene i U 1991.133 H og U 1994.234 H. Dirigenten på en generalforsamling havde nægtet nogle aktionærer stemmeret med den begrundelse, at de reelt havde solgt deres aktier uden at iagttagte de andre aktionærers forkabsret. Resultatet var, at bestemte personer blev valgt til bestyrelsen. Østre Landsret kendte højde valghandlingen ugyldig og tog sagsegernes påstand om, at bestemte angivne personer i stedet ville være blevet valgt, til følge. De angivne personer udsatte derfor i stedet for den på generalforsamlingen valgte bestyrelse. Rettens afgørelse er også bindende for de aktionærer, der ikke har anlagt sagen, smt. herved U 1977.123 H.

Ugyldighed er ikke den eneste form for reaktion over for en generalforsamlingsbeslutning. Hvis beslutningen skal anmeldes til Erhvervsstyrelsen, skal styrelsen påse, at beslutningen er lovlig, jf. SL § 15, stk. 1, og skal, hvis dette ikke er tilfældet, nægte registrering. Det er dog ikke styrelsens pligt at foretage en tilbundsgående legalitetsprøvelse. Er der rimelig tvivl om lovligheden, kan registrering ske, evn. med en bemærkning til anmelderen om, at beslutningen muligt er ulovlig. Styrelsen kan på den anden side også vælge at tage stilling til beslutningens lovlighed og nægte registrering, hvis styrelsen vurderer, at beslutningen ikke er lovlig, jf. som eksempel den foran omtalte TDC-sag. Muligt kan fejlen afhjælpes ved en ny generalforsamlingsbeslutning, jf. SL § 16, stk. 1.<sup>41</sup> Nægtes registrering i henhold til SL § 15, stk. 1, kan denne afgørelse af selskabet indbringes for Erhvervsministeriets Et-kan-denne afgørelse af selskabet indbringes for Et-kan-denne afgørelse med hensyn til, om herværsankenævn eller domstolene. Styrelsens afgørelse med hensyn til, om

40. Østre Landsrets dom af 30. april 1996, B-1408-95 og B-2726-95.

41. Jf. nemmere Lars Bunch og Søren Corfjord Whir, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 143 f.

den vil registrere, før indflydelse på, om det bliver selskabet, der evt. ønsker at fastholde en beslutning, eller en minoritet, der ønsker at anfægte en beslutning, der må tage initiativ til at indbringe sagen for Erhvervsankenævnet eller domstolene.

En generalforsamlingsbeslutning kan give anledning til tab for enkelte kapitalejere. Kapitalejerne kan anligge erstatningssag mod selskabet eller efter omstændighederne mod de kapitalejere, der har vedtaget beslutningen, jf. SL § 362 og nærmere nedenfor i kap. 14. Et sådant sagsanlæg er ikke bundet af fristbestemmelserne i SL § 109. Dette gælder selvsagt også for tredjemandens eventuelle erstatningskrav.

Hvis nogle kapitalejere er utilfredse med generalforsamlingens beslutninger, er dc, hvis ikke beslutningerne kan ansigtes som ugyldige, henvist til at sælge deres kapitalandele.<sup>42</sup> Hvis der er grundlag for en erstatningssag mod flertallet efter SL § 362, giver samme paragraf under særlige betingelser desuden mulighed for, at de sagsegte kapitalejere kan tilpligtet at indløse de skadelidende kapitalejeres kapitalandele eller sælge deres kapitalandele til de øvrige kapitalejere. I særligt grove tilfælde af majoritetsmisbrug kan en minoritet på en tiendedel desuden kreve selskabets *oplosning* efter reglen i SL § 230. Om de sidstnævnte sanktjoner se nærmere nedenfor i kap. 14.1.4 og i kap. 16.3.2.

42. Det er usikkert, i hvilket omfang der kan træffes aftaler om voldgift, jf. herved Gunnar Voldgift i Danmark 1979 p. 15, Werlauff i Jur. 1983 p. 33 f. og Jan Schou Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 591 samt Anders Orgaard, Voldgiftsaftaler, 2006, p. 89 f. Voldgiftsaftaler i ejeraftaler er almindeligt forekommende og bindende for parterne, jf. f.eks. U 1999-1036 H. Twivien angår spørgsmålet, om en bestemmelse om voldgift kan indsukses i vedtægterne. En formel fortolkning kan lægge vægt på, at § 109 taler om, at en kapitalejer »kan anligge sag», og at »wetten« finder ord. I andre sammenhænge, sådnes i relation til reglen om inhabilitet, er det enighed om, at ordet »sagansætte» i SL § 131 omfatter mere end sædvanlige sagsanlæg. En udvidende fortolkning af ordene »anligge sag» i § 109 til at omfatte voldgift har ikke hindres af en ordlydsfortolkning. Materieligt yder voldgiftsbehandling heller ikke ringere retssikkerhedsgarantiér end domstolsbehandling.

# Regnskab og revision

## 13.1. Årsrapporten

### 13.1.1. Årsregnskabslovgivningen i perspektiv

1<sup>o</sup> Regnskabsbestemmelserne for aktieselskaber var oprindelig en del af selskabsreguleringen. I 1930-loven bestod regnskabsbestemmelserne af to paragraffer. Fra 1973 og indtil 1981 stod reglerne i selskabslovenes kapitel 12, som omfattede 12 paragraffer.

2<sup>o</sup> Ved gennemførelsen af det 4. direktiv om årsregnskaberne for visse selskabsformer valgte man at udforme regnskabskravene i en særlig lov, *årsregnskabsloven af 1981*, hvorved selskabslovenes kap. 12 udgik.

Årsregnskabsloven er senere ændret adskillige gange. Ved lovændringer i 1988 blev bestemmelserne om *lovpligtig revision* af årsregnskaber for aktieselskaber, anpartsselskaber, erhvervsdrivende fonde, banker og sparekasser, borsenægterselskaber samt selskaber, der omfattes af loven om visse kreditinstitutter, samlet i kap. 8 a i årsregnskabsloven. Aktie- og anpartsselskabslovenes bestemmelser om revisorers habilitet og om revisionsplætninger blev samtidig overflyttet til de dagældende revisorlove.

Ved lovændringer i 1990 gennemførtes det 7. direktiv om konsoliderede regnskaber. Samtidig blev nogle af de mere regnskabstekniske bestemmelser overført til en særlig bekendtgørelse, *årsregnskabsbekendtgørelsen*. Denne bekendtgørelse blev ophevet ved årsregnskabsloven af 2001.

Senere lovændringer er bl.a. gennemført i tilslutning til ændringer i selskabslovene. Der blev gennemført en række ændringer som en del af indsatsen mod selskabstemninger, jf. herom også nedenfor i kap. 14 og 16. I 1995 blev der gennemført ændringer bl.a. med henblik på statslige selskaber. Ved lov nr. 377 af 22. maj 1996 blev der gennemført ændringer, som især havde til formål at forenkle reglerne om årsregnskabsafslæggelse og revisorbestemmelser. De grundlæggende overvejelser udsprang, ligesom overvejelserne bag forenklingen af anpartsselskabsloven, af et ønske om at

lette de administrative byrder for små og mellemstørre selskaber. Denne frite  
bla. til en udvidelse af en række undtagelsesbestemmelser vedrørende kva-  
rene til mindre selskabers regnskaber.

En hovedrevision af årsregnskabsloven blev gennemført i 2001. En større  
revision af loven fra 2001 skete i 2015, jf. lovbg. nr. 1580 af 10. december  
2015. Denne revision er så omfattende, at man nærmest kan tale om en ny  
årsregnskabslov,<sup>1</sup> jf. nærmere i det følgende.

Bestemmelserne om regnskaber i selskabslovene af 1973 omfattede som  
nævnt 12 paragraffer. Årsregnskabsloven af 1981 omfattede fra starten 68 og  
blev senere udvidet til et *regelkompleks*, bestående af selve årsregnskabslo-  
ven, tilhørende bekendtgørelser, vejledninger samt en stigende mængde *in-  
ternationale regnskabsstandarde*, danske *regnskabsvejledninger* m.v.

3° Efter revisionen af årsregnskabsloven i 2015 er der vedtaget mindre æn-  
dringer vedrørende implementeringen af EU's regnskabsdirektiv og vedrø-  
rende lovens bestemmelser om redegørelse for samfundsansvar m.v., jf. ne-  
denfor i næste punkt. Erhvervsstyrelsen har med hjemmel i loven udstedt en  
række bekendtgørelser. Det drejer sig bla. om bekendtgørelse nr. 1057 af 8.  
september 2015 om indberetning og offentliggørelse af årsrapporter m.v.  
(*indsendelseskendtgørelsen*), bekendtgørelse om udarbejdelse af delårsrap-  
porter nr. 559 af 1. juni 2016 (*delårsbekendtgørelsen*), bekendtgørelse om of-  
fentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven, nr. 558 af 1.  
juni 2016 (om *samfundsansvar* m.m.) og bekendtgørelse nr. 958 af 13. sep-  
tember 2019 om anvendelse af internationale regnskabsstandarde IFRS for  
virksombeder omfanget af årsregnskabsloven (*IFRS-bekendtgørelsen*).

Præmieret som følge af opdelingen i 4 regnskabsklasser, jf. nedenfor, blev  
lovens opbygning væsentligt ændret i 2001. Loven indeholder nu 25 kapitler  
mod 11 i den hidtidige lov og 170 bestemmelser mod de tidligere 70. For at  
gøre loven lettere at overskue har lovgiver valgt at inddale kapitlene i 11 ho-  
vedafsnit.

Det er ikke muligt inden for en systematisk fremstilling af selskabsretten  
at gå dybere ind på kravene til regnskabene. Herom må henvises til de særlige  
regnskabsretlige fremstillinger.<sup>2</sup> Det må imidlertid fremhæves, at der sta-

1. Jf. således Jesper Soehrens gennemgang af de nye regnskabsregler af selskabstiligt  
betydning i NTS 2015:2 p. 60 ff.
2. Først og fremmest Jan Fedders, Lykke Skov, Jan Christian Nielsen og Henrik Steffensen m.fl., *Årsrapporten – Kommentarer til årsregnskabsloven*, 8. udg., 2020. De  
største danske revisionshuse offentliggør også fremstillinger om årsregnskabsloven,  
se bla. PwC's *Regnskabshåndbogen*, 2021, som frit kan downloades fra PwC's

dig er meget tætte forbindelser mellem årsregnskabsloven og selskabsloven. Kapitalsekskabers regnskaber udgør det mest betydningsfulde anvendelsesområde for årsregnskabsloven. Årsregnskabslovens terminologi og begrebsapparat er i vidt omfang identisk med selskabslovens. Endelig indgår årsregnskabets regnskabsposter i såvel balancen som resultatopgørelsen som retsfakta ved anvendelsen af en lang række af de selskabsretlige bestemmelser. Uanset at regelsystemerne nu er adskilte, er der alliges stedig en tæt forbindelse mellem selskaber og regnskabaret.

4º Efter ikrafttræden af årsregnskabsloven fra 2001 er der gennemført flere lovændringer. En lovændring i 2004 indebar lempelser for særligt små og mellemstore virksomheder samt implementerede EU's forordning nr. 1606/2002 om borsnoterede virksomheders brug af internationale regnskabsstandarder, se herved ARL § 127 samt den såkaldte IFRS-bekendtgørelse, jf. ovenfor. Som den mest markante ændring må nævnes revisionen i 2006, hvorved små selskaber blev undtaget fra revisionspligt. Denne ændring har samtidig en lang række selskabsretlige konsekvenser i relation til alle de tilfælde, hvor revisor indgår som en del af den selskabsretlige regulering, jf. nærmere nedenfor i afsnit 13.2.6. Derudover er bl.a. vedtaget lov nr. 516 af 17. juni 2008 om ændringer af beløbsgrænser for regnskabklasser og ændring af revisors pligter i forbindelse med ledelsesberetninger m.v., lov nr. 516 af 26. juni 2009 om ændring af årsregnskabsloven, lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love. Ved lov nr. 1232 af 18. december 2012 blev der gennemført yderligere lempelser af revisionspligten samt en såkaldt udvidet gennemgang som alternativ til revision. I forbindelse med evalueringen af selskabsloven i 2013 blev der indsat nye bestemmelser i årsregnskabslovens §§ 35 b og 35 c som følge af de ændrede kapitalkrav og de nye regler om iværksætterselskaber. Ved lovændringen i 2015 blev der som nævnt gennemført ret omfattende ændringer i årsregnskabsloven. Ændringerne gennemfører direktiv 2013/34/EU om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber m.v. med ændringsdirektiv 2014/95/EU. Ændringerne omfatter bl.a. justeringer af størrelsesgrænserne mellem de fire regnskabklasser samt krav om offentliggørelse af en række ikke-finansielle oplysninger, jf. nærmere i ændringsdirektivet og nedenfor i det følgende.

Senere er der ved lov nr. 1547 af 13. december 2016 gennemført ændringer vedrørende kravene til ejerregistrering og kapitalejerlån. Ved lov nr. 1716

bjæmneside. Se også *Jens G. Elling m.fl.*, Finansiel rapportering, 5. udg., 2019. Om regnskabsanalyse se f.eks. *Bent Schack*, Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse, 2009 og *Ole Sørensen*, regnskabsanalyse og verdiansættelse, 5. udg., 2017.

af 27. december 2018 er der gennemført nogle yderligere tilpasninger til regnskabsdirektivet og vedrørende redegørelserne for samfundsansvar m.v.

Den seneste lovtekst af Årsregnskabsloven er nr. 838 af 8. august 2019 med senere ændringer ved lov nr. 642 af 19. maj 2020 (kontrolpakken).

I det følgende gengives nogle hovedlinjer i bestemmelserne om regnskab og revision.

### 13.1.2. Årsrapportens funktioner

Den årsrapport, der udarbejdes efter årsregnskabsloven, er selskabets officielle årsrapport. Det er den økonomiske opgørelse, som alle selskaber skal have. Det er den årsrapport, som udgør en grundpille i den selskabsretlige publicitet, og som derfor skal indsendes til Erhvervsstyrelsen og Borsen for de børsnoterede selskabers vedkommende. Årsrapporten er ikke nødvendigvis det eneste regnskab, men årsrapporten er det eneste regnskab, som er tilgængeligt for alle selskabets interessegrupper. For selskabets interessegrupper udgør årsrapporten en (af flere) informationskilder vedrørende selskabet. Årsrapporten må imidlertid også tillægges betydning for selskabet selv i forskellige henseender: Internt udgør årsrapporten en del af selskabets ledelsesgrundlag. I små selskaber er årsrapporten undertiden den eneste opgørelse, som markerer selskabets økonomiske udvikling. God ledelse kræver dog regelmæssigt mere. I større og store selskaber udarbejdes mange supplerende former for regnskabsmæssige opgørelser, jf. nedenfor. Den officielle årsrapports betydning for ledelsesfunktionen er dermed ikke afgørende. Årsrapporten er derimod afgørende i den forstand, at den er bestemmende for en række dispositioner i selskabet, jf. ligeledes nærmere nedenfor.

Tidligere angav årsregnskabsloven ikke, hvem årsrapporten henvender sig til. Nu bestemmer ARL § 12, stk. 2, at årsrapporten skal udarbejdes således, at den støtter regnskabsbrugerne i deres økonomiske beslutninger. Herved markerer loven, at årsrapporten primært skal indrettes efter brugernes informationsbehov. Kredsen af regnskabsbrugere er ligeledes angivet i ARL § 12, stk. 2. Bestemmelserne signalerer, at betegnelsen regnskabsbruger skal forstås meget bredt. Det er (alle) »personer, virksomheder, organisationer og offentlige myndigheder mv., hvis økonomiske beslutninger normalt må forventes at blive påvirket af en årsrapport«, jf. også straks i det faglige.

<sup>10</sup> For selskabets kreditører er årsrapporten en primær oplysningskilde vedrørende selskabets økonomi. Generelle analyser af selskabers regnskaber danner basis for en løbende bedømmelse af selskabers økonomiske udvikling. Sådanne analyser er bl.a. medvirkende til at fastsatte kurser på børsnoterede aktier og indgår i den løbende kreditvurdering, som pengeinstitutter og andre

forsætter. Det er således almindelig praksis – som har direkte hjemmel i de fleste pengeinstitutters låndokumenter – at virksomheder løbende afleverer årsrapporterne til deres pengeinstitut. Konkrete kreditforhold af større omfang indledes sjældent, uden at kreditgiveren direkte eller indirekte (f.eks. via en soliditetsoplysning fra selskabets pengeinstitut) har benyttet selskabets årsrapport.

2<sup>o</sup> Selskabets kapitalejere, nuværende som kommende, må hente den væsentligste del af deres oplysninger om selskabets økonomi fra årsrapporten. Årsrapportens fremlæggelse og godkendelse er et helt centralet punkt på den årlige generalforsamling, jf. selskabslovens § 88. I årsrapporten kan kapitalejerne hente information om omfanget, karakteren og resultatet af selskabets aktivitet i den forløbne periode. Årsrapportens indhold er den mest oplagte indgang til at stille og få besvaret spørgsmål om selskabets forhold, jf. selskabslovens § 102 og foran i kap. 11. Årsrapporten er dertil en afgørende faktor bag alle de beslutninger, der i øvrigt skal tages med hensyn til selskabets fremtidige aktivitet.

3<sup>o</sup> Udarbejdelsen af årsrapporten indebærer, at selskabets ledelse regelmæssigt tvinges til at gøre kapitalselskabets økonomiske situation op. Kravene til årsrapporten indgår på denne måde i det grundlag, hvorpå ledelsen styrer kapitalselskabet. I en del (mindre) selskaber laves der formentlig ikke andre regnskaber end det af loven krævede, men i almindelighed kræver forsvarlig og formustring af kapitalselskabet udarbejdelse af meget andet økonomisk materiale. Velledede kapitalselskaber udarbejder periodeopgørelser og budgetter vedrørende likviditet, ordrebekoldning, forsikningsforhold, finansieringsforhold, pengestromme, risici m.v. Ved udarbejdelse af sådanne opgørelser skal der tages udgangspunkt i kapitalselskabets virksomhed og behov. SL § 130, stk. 2, foreskriver – jf. SL §§ 115 og 116 – at bestyrelsen og tilsynsrådet særligt bør overveje, om forretningsordenen skal indeholde bestemmelser om regnskabskontrol, underskrivelse af revisionsprotokol og sikring af tilstedevarelsen af det nødvendige grundlag for revision. Den tidlige aktieselskabslov, § 56, stk. 7, nr. 7, opregnede en række mindstekrav for selskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked, og for statslige aktieselskaber. Disse mindstekrav er ikke længere specificeret, men SL § 130, stk. 2, rummer tilsvarende krav i en række temaser, som bør overvejes i forbindelse med udfortningen af forretningsordenen, jf. herom foran i kap. 9.3.1.1.

I børsnoterede selskaber skal der udarbejdes og offentliggøres delårsrapporter (halvårsrapporter ifølge kapitalmarkedslovens § 27 og – frivilligt –

kvartalsrapporter). Indholdet af delårsrapporter reguleres af delårsbekendtgørelsen nr. 559 af 1. juni 2016. Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 1.1.3 anbefaler, at selskabet offentliggør kvartalsrapporter.

Ledelsen får igennem disse øvrige opgivelser et langt mere nuanceret og dybtgående overblik over selskabets økonomi end det, der udtrykkes i den officielle Årsrapport.

Ledelsen er ikke direkte en del af den brugergruppe, som defineres i ARL § 12, stk. 2. Årsrapporten ligger dog latent bag ved ledelsens styring af selskabet, idet kapitaltalsreglen i SL § 119 knytter bestemte pligter til en økonomisk opgørelse i overensstemmelse med årsregnskabslovens krav, jf. nærmere foran i kap. 9.

4° Årsrapporten har endnu en væsentlig funktion, nemlig at udgøre et selskabsretligt beslutningsgrundlag. Årsrapportens resultater lægges således til grund i de selskabsretlige bestemmelser om kapitalbeskyttelse: Regnskabssultatet bestemmer kapitalselskabets muligheder for at uddele udbytte, jf. SL §§ 180-183, og årsrapporten indgår som grundlag i bestemmelserne om kapitalafgang i SL § 179, udstedelse af fondsandele i SL § 165 og, som nævnt, i kapitaltalsreglen i SL § 119.

ARL § 12, stk. 2, angiver ikke, at årsrapporten skal udarbejdes således, at regnskabets resultater er egnete til at indgå i de selskabsretlige beslutningsprocesser. De formodne hensyn til de selskabsretlige principper må bereftes tages ved tilpasninger af de selskabsretlige regler, jf. nærmere nedenfor i afsnit 13.1.8.

5° Årsrapportens væsentligste indhold handler om selskabets direkte økonomi. I stigende grad udgør årsregnskabsloven også et reguleringstmiddel, som nok kan siges at have økonomiske implikationer for den enkelte virksomhed, men som dog afspejler en bredere samfundsmæssig interesse vedrørende virksomhedernes rolle i samfundet. Oplysningskrav i ARL er et alternativ til – man kan også sige en mildere form for – samfundsmæssig styring end tvangende lovgivning. På direktivplanet kommer dette især til udtryk i ændringsdirektivet 2014/95/EU om offentliggørelse af ikke-finansielle oplysninger og oplysninger om mangfoldighed for visse store virksomheder og koncerner. I direktivets betragtning (3) siges således bl.a. »Offentliggørelse af ikke-finansielle oplysninger er om noget et afgørende skridt i styringen af overgangen til en bæredygtig global økonomi ved at kombinere langsigtet rentabilitet med social retfærdighed og miljøbeskyttelse. I denne sammenhæng bidrager offentliggørelse af ikke-finansielle oplysninger til at måle, overvåge og styre virksomhedernes aktiviteter og deres påvirkning af samfundet.« Di-

rekativens bestemmelser er implementeret i årsregnskabslovens § 14 samt §§ 99 og 99c og senere udvidet med reglen i § 107 d om redegørelse for selskabets mangfoldighedsopolitik, jf. nærmere nedenfor i afsnit 13.1.9.

### 13.1.3. Årsrapportens opbygning og bestanddele

Årsregnskabslovens opbygning betyder, at der overordnet sondres mellem virksomheder omfattet af loven, jf. ARL § 1, og virksomheder, som har pligt til at aflægge årsrapport efter lovens bestemmelser, jf. ARL § 3. Visse omfattede virksomheder har således ikke pligt til at aflægge årsrapport, men kan frivilligt gøre det, og skal da følge reglerne i regnskabsklasse A, jf. ARL § 3, stk. 2. Alle kapitalselskaber anses som erhvervsdrivende og er allerede deraf automatisk omfattet af loven, jf. ARL § 1, stk. 1. Undtaget er dog virksomheder, som er omfattet af regnskabsregler fastsat ved eller i henhold til lovgivningen for finansielle virksomheder, virksomheder omfattet af lov om statens regnskabsvæsen og virksomheder, som udelukkende er omfattet af regnskabsregler fastsat ved eller i henhold til lov om kommunernes styrelse, jf. ARL § 1, stk. 3. I henhold til ARL § 3, stk. 1, nr. 1, har alle kapitalselskaber omfattet af selskabsloven således pligt til at aflægge en årsrapport.

ARL § 6 indeholder en særlig undtagelsesbestemmelse for dattervirksomheder uden aktivitet. Der er mulighed for at undtage en dattervirksomhed uden aktivitet fra at aflægge en årsrapport i henhold til årsregnskabsloven, hvis betingelserne i ARL § 6, stk. 1, jf. stk. 2, er opfyldt. Kapitalselskaber, som er datterseiskaber, jf. definitionen i ARL, bilag 1, B, nr. 3, kan undlade at aflægge årsrapport for dette år, hvis betingelserne i § 6, stk. 1, nr. 1-6, er opfyldt. De kan i stedet indsende en såkaldt undtagelseserklæring, jf. ARL § 146, stk. 4. ARL § 6, nr. 1-6, skal primært sikre, at årsregnskabet indgår i et koncernregnskab, der aflægges efter lignende regler som den nye årsregnskabslov, og at alle parter er indforstået hermed. Bestemmelserne er særlig rettet mod »skuffeselskaber«, men kan ligeledes anvendes af andre selskaber, hvis betingelserne er opfyldt.

Årsregnskabslovens struktur er opbygget efter en »byggeklokdsmodel« med 4 regnskabsklasser, hvor alle virksomheder skal følge forholdsvis få generelle krav, mens større virksomheder herudover skal følge flere og mere detaljerede krav. Regnskabsklasse A er den laveste »klokds« med ganske få bestemmelser, mens de næste klasser indeholder supplerende regnskabsbestemmelser, der bygger ovenpå. Den væsentligste tyngde i omfang og indhold har regnskabsklasse B, der indeholder modellens kerne af regler. I forhold til årsregnskabsklassen fra 2001 er kravene dog lempet ved de senere lovrevisioner. Disse lempelser omfatter bl.a. forhøjelser af størrelsesgrænserne som afgør hvilken regnskabsklasse et selskab er omfattet af.

Ved afgørelse af, hvilken regnskabsklasse det enkelte kapitalselskab tilhører, finder ARL § 7, stk. 1, nr. 2-4, anvendelse. Grundlæggende er selskabernes størrelse afgørende. Grænserne er bestemt i ARL § 7, stk. 2, nr. 1-3. Kapitalselskaber kan tilhøre 3 regnskabsklasser (B, C, D), men virksomheder opdeles principielt i 4 grupper, nemlig virksomheder, som frivilligt aflagger årsrapporter, små virksomheder, mellemstore og store virksomheder samt statslige aktieselskaber og borsnoterede selskaber, jf. ARL § 7, stk. 1, nr. 1. Lovens opbygning betyder, at kravene til årsrapporten gradvist stiger, og det er derfor bestemt, at de enkelte selskaber *frivilligt* kan aflagge årsrapporter efter reglerne i en højere regnskabsklasse, hvis det sker systematisk og konsekvent, jf. ARL § 7, stk. 6. Borsnoterede selskaber og statslige selskaber er uanset størrelse undergivet skærpede regnskabskrav, jf. reglerne i regnskabsklasse D. De skærpede krav gælder dog ikke for datterselskaber af statslige selskaber, jf. lempelsesreglen i ARL § 7 a. Kravene til selskaber i regnskabsklasse D står i ARL kap. 12, §§ 102-108, jf. bl.a. også § 137 om anvendelse af de internationale regnskabsstandarder.<sup>4</sup>

3. Små virksomheder er virksomheder, som i to på hinanden følgende regnskabsår ikke overskrider to af følgende størrelser: a) et balancesum på 44 mio. kr., b) en nettoomsætning på 89 mio. kr. og c) et gennemsnitligt antal heltidsbeskæftigede på 50. Disse virksomheder er, som nævnt, omfanget af regnskabsklasse B. Bemærkningerne til de seneste ændringer i årsregnskabsloven oplyser, at 95 % af alle de virksomheder, der har pligt til at aflagge årsrapport efter årsregnskabslovene, er små virksomheder. Det tilsvarende tal for mellemstore virksomheder er 156 mio./313 mio. og 250 heltidsbeskæftigede. Store virksomheder er virksomheder, der ikke er små eller mellemstore virksomheder. Forhøjelsen af størrelsesgrænserne forventedes at medføre, at godt 1000 virksomheder rykker fra regnskabsklasse C til regnskabsklasse B, og at ca. 350 virksomheder rykker fra at være store virksomheder til at være mellemstore virksomheder. Nogle særlige regler i årsregnskabslovens §§ 22 a og 22 b indeholder yderligere en række lempelser for meget små virksomheder, såkaldte *mikrovirksomheder*, som er omfanget af regnskabsklasse B. Helt små virksomheder, f.eks. inden for liberale erhverv, detailhandel m.v., kan således lave meget simple regnskaber.

En vigtig undtagelse findes i § 7, stk. 5. Alle selskaber, som er moderselskaber, og som efter ARL §§ 109 og 110, skal aflagge koncernregnskab, skal med hensyn til moderselskabets egen årsrapport mindst følge reglerne i regnskabsklasse C. Størrelsen af moderselskabet er således uden betydning.

4. Borsreglerne stillede tidligere yderligere krav vedrørende de borsnoterede selskabers årsrapport. Reglerne fremgik af Udstederteglerne og indebar bl.a. offentliggørelse af ledelsesforhold og en stillingen til Anbefalinger for god Selskabsledelse i henhold til »folg eller forklar«-princippet. Selskaber, som har aktier optaget på et regulert marked, skal i dag overholde regnskabskravene til regnskabsklasse D, jf. ARL §§ 102-108 og kapitalmarkedslovens §§ 26 og 27 samt de internationale regnskabsstandarden IFRS. Hvis udstederen skal udarbejde et koncernregnskab, skal dette ske efter

I henhold til ARL § 2, stk. 1, udgør årsregnskabet stadig kernen i den eksterne regnskabsrapportering. Indledningsparagrafferne til de enkelte regnskabsklasser, jf. §§ 18 (regnskabsklasse A), 22 og 22 a (regnskabsklasse B og mikrovirksomheder), 78 (regnskabsklasse C) og 102 (regnskabsklasse D), opnør mindstekravene til årsrapportens omfang. I regnskabsklasse B (§ 22) skal årsrapporten i det mindste bestå af en ledelsesplæning, balance, resultatopgørelse og noter, herunder redegørelse for anvendt regnskabspraksis og opgørelse over egenkapitalen samt en ledelsesberetning, der beskriver virksomhedens væsentligste aktiviteter og økonomiske forhold, jf. § 76 a. Den yderligere opregning i ARL § 2, stk. 1, angiver rapporteringsformer, som årsregnskabet eventuelt skal suppleres med. Derved kan den lovplichtige del af årsrapporten omfatte årsregnskab, koncernregnskab, ledelsesplæning og ledelsesberetning. Hertil kommer de frivillige supplerende beretninger, f.eks. om virksomhedens sociale ansvar (Corporate Social Responsibility), viden og medarbejderforhold samt etiske målsætning, jf. ARL §§ 2, stk. 2 og 14. Føllesbetegnelsen for helheden er »årsrapporten«, jf. ARL § 2, stk. 3. ARL § 2 afgrenser således årsrapportens maksimale omfang, men lovens opbygning gør, at indholdet af den årsrapport, som det enkelte kapitalseksikat skal aflagge, er afhængig af den regnskabsklasse, som kapitalselskabet placeres i, jf. ARL § 7.

Selskabsledelsen har ansvaret for afgangelse af årsrapporter, jf. ARL § 8. Heraf følger, at hvert enkelt medlem af ledelsen har ansvaret for årsrapportens indsendelse til Erhvervsstyrelsen, og for at årsrapporten, hvis revision er krævet, kan revideres og godkendes i tide, jf. ARL § 8, stk. 2. Alle medlemmer af ledelsen skal underskrive årsrapporten, jf. nærmere ARL §§ 9-10. Ledelsen har dermed et selvstændigt ansvar for årsrapportens indhold.

Årsregnskabsloven har bibeholdt den generelle skemaplicht, jf. ARL § 23. Balance og resultatopgørelse skal opstilles i overensstemmelse med lovens teknikabsskemaer, jf. bilag 2, skema 1 eller 2 (balancen) og skema 3 eller 4 (resultatopgørelsen).

IFRS-forordningen (EF) nr. 1602/2002. Moderselskabets årsregnskab aflagges efter reglerne i dette selskabs selskabsretlige hjemland, jf. kapitalmarkedslovens § 26. Pligtien til at udarbejde halvårsregnskab fremgår af samme lovs § 27. De nærmere krav til halvårsrapporten fremgår af ARL § 134 a og delårsbekendtgørelsen. At selskaberne i deres årsrapport skal forfølge en stillingtagen til Anbefalinger for god Selskabsledelse fremgår dog fortsat af børstregleme.

### 13.1.4. Et retvisende billede – kvalitetskrav og grundlæggende forudsætninger

Årsregnskabslovens kapitel 3, §§ 11 og fulgtende, beskriver de grundlæggende krav til årsrapporten. Årsrapporten skal give et *retvisende billede* af virksomhedens og, hvis der er udarbejdet koncernregnskab, koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat. Årsregnskabsloven har således fastholdt kravet om et retvisende billede som lovens generalklausul, jf. ÅRL § 11, stk. 1. Heri ligger, at lovens bestemmelser fortsat skal suppleres eller fraviges, jf. ÅRL § 11, stk. 2-3, hvis kravet om et retvisende billede kræver dette. Generalklausulens anvendelsesområde er hele årsrapporten, jf. ÅRL § 11, stk. 1, dog således at supplerende beretninger, f.eks. om virksomhedens sociale ansvar og medarbejderforhold samt etiske målsætninger og opføllning herpå, kun skal opfylde kravet om et retvisende billede inden for ramme af almindeligt anerkendte retningslinjer for sådanne beretninger, jf. ÅRL § 14. Lovgiver har med lovens kapitel 3, jf. nedenfor, opstillet en begrebssammensætning, som konkretiserer lovens teoretiske fundament, og som derfor skal medvirke til at udfylde lovens generalklausul. Lovgiver har ment, at et teoretisk fundament kan operationalisere generalklausulens indhold, så klausulen kan få en større betydning for den fremtidige udvikling af regnskabspraksis. § 11 anvender udtrykket *finansiel stilling* i stedet for det tidligere udtryk *ekonomisk stilling*. Der er tale om en redaktionel tilpasning til teksten i direktiverne – oprindeligt 4. direktiv, nu direktivet fra 2013, art. 4 (3) – og de internationale regnskabsstandarder.

Den traditionelle formulering i § 11, stk. 1, siger ikke meget om generalklausulens egentlige indhold. Den ubestemte form *et retvisende billede* indikerer, at der kan være tale om grader af retvisning. Egentlig burde kravene til *et retvisende billede* være ens for alle selskaber, men et selskabs konkrete karakter og branchetilhør kan bevirke, at ideallet ikke altid kan nås.

Generalklausulen indebærer, at de givne oplysninger skal være korrekte, at de skal være fuldstændige, og at de skal give mulighed for at danne et korrekt helhedsindtryk af selskabets finansielle stilling. At oplysningerne skal være korrekte, er indlysende, men generalklausulens udvidede anvendelsesområde betyder, at *korrekt* må gradbojes. Det er sket gennem angivelse af to grundlæggende kvalitetskrav i ÅRL § 12, stk. 3. Denne bestemmelse fastslår, at årsrapporten kun er retvisende, hvis den oplyser om forhold, der normalt er relevante og pålidelige for regnskabsbrugerne. Korrekt vil således ikke være ensbetydende med pålidelig, fordi den konkrete oplysnings placering i årsrapporten kan påvirke afvejningen mellem relevansen og pålideligheden. Hertil kommer den øgede orientering mod værdibaserede regnskaber, jf. nedenfor. Denne orientering betyder, at lovholder ønsker at prioritere relevans på

bekostning af pålidelighed for årsrapportens generelle indhold, jf. straks nedenfor.

Relevant information, jf. § 12, stk. 3, er information, som har indflydelse på regnskabsbrugernes økonomiske beslutninger, som defineres i stk. 2, nr. 1-3. Det betyder, at informationen skal have prognoseværdi, den skal kunne sammenholdes med tidligere forhold og være akut. Derudover bestemmes § 12, stk. 3, at oplysningerne skal være pålidelige i forhold til, hvad regnskabsbrugerne normalt forventer. Ordlyden angiver, at kravet om pålidelighed er sekundært i forhold til kravet om relevans.

ARL 59 11 og 12 er rammebestemmelser på et højt teoretisk niveau. Bestemmelserne kan anvendes som fortolkningsbidrag, når lovens detaljbestemmelser enten skal suppleres eller fraviges. ARL § 13 udfylder i et visst omfang disse rammebestemmelser ved at opstille en rekke grundlæggende forudsætninger, der som udgangspunkt altid skal overholdes i regnskabsafslægelsen. Disse grundlæggende forudsætninger korresponderer med direktivets artikel om »almindelige principper for regnskabsafslægelse«, uden dog at følge direktivteksten slavisk.

ARL § 13, stk. 1, nr. 1, krever, at årsrapporten opstilles på en klar og overskuelig måde (*klarhed*). Et regnskab opstillet i overensstemmelse med regnskabsskemaerne i lovens bilag 2 antages som udgangspunkt at være overskueligt. Klarhedskravet sætter visse grænser for relevanskavet, fordi væsentlige oplysninger ikke må drukne i en årsrapport, der er fyldt med mindre relevante oplysninger. Nr. 2 krever indhold frem for formalia (*substans*). Substanskavet er hovedsageligt et krav om prioritering af de økonomiske realiteter frem for f.eks. juridiske formalia. Nr. 3 indeholder et generelt gældende væsentlighedskriterium. Det kræves, at alle relevante forhold skal indgå i årsrapporten, medmindre de er ubetydelige (*væsentlighed*). Optagelsen af væsentlighed som grundlæggende forudsætning har den praktiske betydning, at det ikke er nødvendigt at nævne væsentlighed som en modifikation i de enkelte lovbestemmelser. Nr. 4 viderefører forudsætningen om *going concern*. Denne formodning er selvfølgelig opfyldt i mange (de fleste) selskaber. Er kapitalselskabets økonomi svag, må kapitalselskabets ledelse og den eksterne revisor derimod nøje overveje, om kapitalselskabets regnskab kan opgøres ud fra denne forudsætning. Værdiansættelsen af kapitalselskabets aktiver skifter ofte dramatisk, hvis going concern-forudsætningen må opgives. Opgivelse af forudsætningen kan have selvopfyldende karakter. Kapitalselskabet er i de fleste tilfælde allerede i en kapitaltabssituation, jf. selskabslovens § 119. Denne situation forvarres med deraf følgende ringere utsigt til, at kapitalselskabet kan overleve. Going concern-forudsætningen er formodentligt

den af de grundlæggende forudsætninger, der har den mest direkte sammenhæng med regnskabets teknik. ARL § 13, stk. 1, nr. 5, krever forsigtighed som et grundlag for indregning af en lever negativ værdiregulering, hvad enten årsregnskabet udviser over, eller underskud. Forsigtighedsprincippet medfører også, at der kun kan ske indregning af den fortjeneste der er konstateret på balancetidspunktet og den tidspunkt, hvor balancen udarbejdes (jf. ARL § 33, stk. 4). Det nævnes i betragtningerne til bestemmelsen, at der ikke må udvises overdreven forsigtighed. Virksomheden må således ikke opbygge (hemmelige) reserver i perioden, hvor indtjeningen har været særlig stor, til anvendelse i dødeleg tider. Nr. 6 viderefører kravet om *periodisering*. Periodisering betyder, at transaktioner, begivenheder og værdiansættelser skal indregnes, når de indtræffer, ikke tidspunkt for betaling. Nr. 7 krever anvendelse af ensartede indregningsmetoder og målegrundlag på samme kategori af forhold (*konsistens*). Nr. 8 viderefører det hidtidige forbud mod modregning mellem aktiver og passiverne, eller mellem indtægts- og udgiftsposter (*bruttoværdi*), og nr. 9 og § 13, nr. 2, bestemmer, at der fortsat gælder et krav om *formel* og *real kontinuitet*, forstået med kravene om kontinuitet er naturligvis at sikre sammenligning af sammenlignelighed år for år af regnskabets enkelte poster.

### 13.1.5. Indregning og måling (værdiansættelsesregler)

Arsregnskabsloven af 2001 indførte nye begreber og ny terminologi i stedet for de hidtidige værdiansættelsesregler. Optagelse i årsregnskabet betegnes nu terminologisk som *indregning*. Indregning i balance og resultatopgørelse forudsætter, at de pågældende aktiver, forpligtelser, indtægter og omkostninger (elementer) opfylder definitionerne i lovens bilag 1, C. Lovens defineringer kun de elementer, som kan indgå i balance og resultatopgørelse, har valgt at overlade det til virksomhederne selv at definere de elementer, som indgår i resten af årsrapporten. Definitionerne er i overensstemmelse med lovens overordnede teoretiske udgangspunkt og er derfor primært rettet mod balancens elementer (balanceorienteret). Resultatopgørelsen er derfor en residual af de værdiændringer (værdibaseret), der er sket i bilancen i årets løb, jf. bilag 1, C, pkt. 10 og 12.

Tidligere var det almindeligt kun at tale om aktiver og forpligtelser, når det var indregnet i bilancen, dvs. aktiveret hhv. passiveret. Nu defineres aktiver og forpligtelser bredere gennem definitionerne i bilag 1, C, pkt. 1 og 2. Definitionerne redeger for elementernes særlige kendeteogn, men går ikke langt på at specificere de kriterier, der skal opfyldes, før de kan indregnes i bilancen, jf. næste afsnit. I bilag 1, C, pkt. 1, defineres således aktiver som res-

sourceet, som er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidlige begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden. Lovgiver har med kontrollkravet ønsket, at økonomiske realiteter går forud for den juridiske form, jf. også den grundlæggende forudsætning i ARL § 13, stk. 1, nr. 2.<sup>5</sup> Det betyder, at flere aktiver end tidligere, f.eks. finansiel leasing, skal indregnes i balancen, hvis indregningsbetingelserne er opfyldt. Indregningen af finansielt baserede aktiver gælder dog kun i regnskabsklasse C og D, jf. ARL § 83 a sammenholdt med § 33, stk. 1. Alt andet lige medfører en udvidet aktivdefinition, at selskabernes totale balance-  
sum stiger. *Forpligtelser* er »eksisterende pligter for virksomheden opstået som resultat af tidlige begivenheder, og hvis indfrielse forventes at medføre afstødelse af fremtidige økonomiske fordele«, jf. bilag 1, C, punkt 7.

Posten årets resultat, jf. bilag 2, skema 3-4, i resultattoppagreisen har ikke direkte betydning i den selskabsretlige regulering, jf. SL § 180-183 om udlodning af ordinært og ekstraordinært udbytte. Definitionen på indtag og omkostninger, jf. bilag 1, C, pkt. 12 og 14, er ikke egnet til at opgøre det resultat, som skal indgå i den selskabsretlige regulering. Selskabslovens bestemmelser om udbytte knytter sig i stedet til balanceposterne overført overskud og ikke-bundne reserver. Det frengår af de enkelte bestemmelser i årsregnskabsloven, hvis en konkret reserve ikke kan benyttes til udlodning. Det er således årsregnskabsloven og ikke selskabsloven, der regulerer det selskabsretlige spørgsmål om udlodninger af udbytte.

ARL § 33 fastsætter kriterierne for første indregning i balancen. ARL § 33, stk. 1, 1. pkt., fastslår, at »Et aktiv (forpligtelse) skal indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden og aktivets værdi kan måles pålideligt«. Efter § 33, stk. 3, skal en forpligtelse indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå virksomheden, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt. Pålidelighedskravet i § 33, stk. 1 og 2, skal tillægges stor vigt, når aktiver og passiver indregnes i balancen.<sup>6</sup>

5. I enkelte tilfælde fraviges definitioner af juridiske hensyn. Det gælder særligt for konvertible obligationer og indloselige aktier, som ikke følger de økonomiske realiteter og dermed definitionerne, men den juridiske form i henhold til de selskabsretlige regler.
6. Årsagen hertil skal findes i det forsigtighedsprincip, som følger af ARL § 13, stk. 1, nr. 5, fordi kravet om pålidelighed i sig selv forudsætter en forsiktig vurdering af, hvorvidt betingelserne for aktivering er til stede, men ikke en forsiktig værdiansættelse. Yderligere fastslår ARL § 33, stk. 4, at den del af forsigtighedsprincippet, der pålægger at inddrage alle forudsigelige risici og tab, som fremkommer under årsrapport-

Ved første indregning skal aktiver og forpligtelser måles (værdianpasses) til kostpris, jf. ARL § 36. § 36 bestemmer, at der skal sondres mellem værdien ved første indregning og værdien ved efterfølgende indregninger. Efterfølgende måling af værdien af aktiver sker som udgangspunkt til den oprindelige kostpris med visse undtagelser, jf. i det følgende. For forpligtelser gælder, at der efterfølgende som udgangspunkt skal måles til nettorealisationsværdi, men at der ligeledes findes særlige bestemmelser, jf. straks nedenfor.

Arsregnskabsloven indregner i forhold til tidligere flere værdier i balancen for i større udstrækning at vise selskabets værdi i Årsrapporten. Det har ændret den regnskabsmæssige behandling af internt oparbejdede og erhvervede immaterielle anlegsaktiver. Straksafskrivning i resultatopgørelsen eller direkte på egenkapitalen er afskaffet, og indregning er nu omfattet af ARL § 33, stk. 1. Derfor kan virksomhederne nu indregne flere internt oparbejdede immaterielle aktiver og skal indregne alle erhvervede.<sup>7</sup> Opskrivninger af materielle anlegsaktiver kan ske efter i § 41. ARL § 38 bestemmer, at virksomheder, der har investeringsejendomme, løbende kan værdiregulere aktiver til dagsværdi. Værdireguleringer efter §§ 38 og 41 skal bindes som en reserve under egenkapitalen, og reserverne kan derfor ikke anvendes til uddeling af udbytte eller elimineres mod virksomhedens underskud.

En væsentlig undtagelse til hovedreglen i ARL § 36 er ARL § 37, stk. 1, som pålægger selskaberne løbende at regulere finansielle aktiver samt finansielle forpligtelser, der indgår i en handelsbeholdning eller er afledte finansielle instrumenter, til dagsværdi. Der er ikke krav om reservebinding af disse værdireguleringer, som indregnes i resultatopgørelsen. De anses som »indtjent«, jf. ARL § 49, stk. 1, og kan danne grundlag for uddeling af udbytte, selvom gevinsten endnu ikke er realiseret.

### 13.1.6. Virksomhedssammenslutninger

*Moderselskaber* skal udarbejde et selvstændigt regnskab for selskabet som sådant og dertil et koncernregnskab, som viser den samlede koncerens økonomske stilling, jf. også nedenfor i kap. 15.5. I et økonomisk perspektiv er tendensen, at koncernregnskaber er det regnskab, som prioriteres højst, mens regnskaberne for de enkelte juridiske enheder nedprioriteres, fordi de ikke giver regnskabsbrugene et tilstrækkeligt informationsgrundlag. Koncernregnskabet er ikke i selskabsloven tillagt samme betydning som det enkelte selskab.

tens udarbejdelse, videreføres. Forrigighedsprincippet findes således med enkelte indskrænkninger også i lovens detailbestemmelser.

7. For store virksomheder i regnskabsklasse C gælder et krav om indregning af visse internt oparbejdede immaterielle aktiver, jf. § 83.

skabs regnskab. Bortset fra udbyttereglerne i SL §§ 182-183, jf. herom ovenfor i kap. 8.6, indgår koncernregnskabets resultater eller poster ikke direkte i nogen selskabsretlig bestemmelse. Koncernregnskabet tager selskabsretligt således navnlig til (yderligere) information for koncernens interessegrupper.

Direktiv 2013/34/EU om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber m.v., kap. 6, art. 21 og fulgende, indeholder regler om pligten til at afslægge koncernregnskaber. Direktivet erkender, at det ville fare for vidt at pålægge enhver moderselskab pligt til at afslægge koncernregnskab, og opstiller derfor flere muligheder for at lempe pligten. Direktivets betragtning 33 anfører således, at små koncerner bør undtages fra pligten til at udarbejde konsoliderede regnskaber. Direktivets regler herom findes i art. 23. Disse lempebestemmelser er implementeret i årsregnskabsloven, jf. straks nedenfor.

Alle modervirksomheder, der omfattes af ÅRL § 3, stk. 1, er som udgangspunkt forpligtet til at afslægge koncernregnskab i overensstemmelse med lovens kap. 13, jf. ÅRL § 109, stk. 1. Definitionen på modervirksomheder er angivet i bilag 1 B, nr. 2. En modervirksomhed er en virksomhed, som har bestemmende indflydelse over en eller flere dattersvirksomheder. Denne definition svarer til den ændrede koncerndefinition i selskabsloven; se nærmere herom nedenfor i kap. 15.2. For at sikre overensstemmelse mellem moderselskabets årsregnskab og koncernregnskabet bestemmer ÅRL § 7, stk. 5, at moderselskaber som minimum i deres årsrapport skal fulgte reglerne for regnskabssklasse C, hvis selskabet efter § 109 skal udarbejde et koncernregnskab; se nærmere i bestemmelsen.

I henhold til ÅRL §§ 110-112 kan modervirksomheder undlade at afslægge koncernregnskab i visse tilfælde. Disse undtagelser finder dog ikke anvendelse på modervirksomheder, der er omfattet af regnskabssklasse D, borsnoterede eller statslige aktieselskaber, eller hvis et datterselskab af den pågældende modervirksomhed er omfattet af regnskabssklasse D, jf. ÅRL § 109, stk. 2. ÅRL § 110 undtager fra koncernregnskabspligt, hvis koncernvirksomhederne ikke overskridt 2 af de angivne beløbsgrænser i stk. 1 i 2 på hinanden følgende regnskabsår, jf. stk. 3. Grænseværdierne er de samme, som gælder for små virksomheder, jf. § 7, stk. 2, dvs. klasse B-virksomheder. »Småkoncerne« skal altså ikke afslægge koncernregnskab. En modervirksomhed, som kan udeholde samtlige dattersvirksomheder fra konsolideringen, jf. § 114, kan også undlade at afslægge koncernregnskab, jf. § 111, stk. 1. Derudover er moderselskaber fritaget for pligten til at afslægge delkoncernregnskab efter § 112, hvis de i bestemmelsen opregnede betingelser er opfyldt.

Hvis en modervirksomhed kan undlade at afslægge koncernregnskab, men alligevel gør det, skal alle krav i årsregnskabslovens kap. 14, koncernregnskabets indhold, opfyldes, jf. § 113, stk. 4.

Koncernregnskabet skal som udgangspunkt opstilles i overensstemmelse med reglerne i regnskabsklasse C, medmindre modervirksomheden er omfattet af regnskabsklasse D, jf. ÅRL § 118. Koncernregnskabet omfatter balancen, resultatopgørelse, pengestromsopgørelse og noter, herunder redegørelse for anvendt regnskabspraksis og opgørelse over bevægelserne i koncernens egenkapital, samt en koncernledelsesberetning, jf. ÅRL § 128. Koncernregnskabet skal opstilles efter regnskabsskemaerne i lovens bilag 2, med de nødvendige tilpasninger.

Børsnoterede selskaber skal, som allerede nævnt, afgætte koncernregnskaber efter de internationale regnskabsstandarder, jf. ÅRL § 137, stk. 2.

Arsregnskabslovens kap. 15, §§ 129 og 130, indeholder regler om fusioner, regnskaber og spaltinger. I økonomisk henseende ligner fusion en koncernetablering, og fusionsregnskaber reguleres derfor gennem vidstrakt henvisning til reglerne for koncernregnskaber, jf. ÅRL § 129.<sup>8</sup> ÅRL § 129 skal ses i sammenhæng med selskabslovens krav til fusionstregnskaber. I den tidligere aktieselskabslovs § 134 b, stk. 2, var en direkte henvisning til ÅRL § 129. Denne henvisning er videreført i SL § 239.<sup>9</sup> Det var tidligere pligt til at udarbejde et fusionstregnskab, men denne pligt blev ophævet i 2006. Reglerne i ÅRL § 129 gælder derfor kun i de tilfælde, hvor der frivilligt udarbejdes et fusionsregnskab.

Henvisningen til reglerne for koncernregnskaber i ÅRL § 129, stk. 1, medfører, at fusioner som udgangspunkt regnskabsmæssigt behandles som virksomhedsovertagelser, jf. overtagelesemетодien i ÅRL § 122, stk. 1. Det medfører, at omvurderinger i åbningsbalanceen kun kan komme på tale i det selskab, som betragtes som det ophavnde selskab. ÅRL § 129, stk. 2, bestemmer, at et fusionstregnskab skal indeholde en åbningsbalance suppleret med ultimobalancer. Åbningsbalanceen skal suppleres med de noter, som er nødvendige for at give et retvisende billede af det fortsættende selskab.

ÅRL § 130 bestemmer, at § 129 med de nødvendige tilpasninger finder anvendelse for virksomhedens overtagelse af aktiver og forpligtelser i forbindelse med spalting.

### 13.1.7. Offentliggørelse og kontrol

ÅRL § 138, stk. 1, bestemmer, at den godkendte årsrapport skal indsendes til Erhvervsstyrelsen uden ugrundet ophold i efter godkendelsen, dvs. inden for

8. Jf. herved nærmere Henrik Steffensen m.fl., Transaktioner i selskaber – selskabstregnskab og skat, 2014, p. 531, 572 ff.
9. Selskabslovens § 239 kræver nu alene en mellombalance i visse tilfælde, jf. noten nr. i kap. 16.5.

10 dage<sup>10</sup> og senest 5 måneder efter regnskabsårets afslutning (dog 4 måneder for selskaber i regnskabsklasse D). Årsrapporten skal med enkelte undtagelser indsendes digitalt. Filialer af en udenlandsk virksomhed skal indsende den udenlandske virksomheds årsrapport, jf. ARL § 143. Datterselskaber under virksomheds overholdelse kan nejtes med at indsende en såkaldt undtagelseserklæring, jf. § 146, stk. 4, jf. § 6, SL § 88, stk. 2, anfører, at den ordinære generalforsamling skal afholdes i så god tide, at den absolutte frist i ARL § 138, stk. 1, på 5 henholdsvis 4 måneder kan overholdes. Det er præciseret i loveteksten, at de anførte frister er absolute, idet der kun kan dispenseres i tilfælde af rekonstruktion, jf. ARL § 140, eller konkursbehandling, jf. ARL § 141.<sup>11</sup>

For vurderingen af kapitalselskabets forhold er det selvagt væsentligt, at indsendelse af regnskaber sker rettidigt. Manglende indsendelse er et stort indicium for, at kapitalselskabet er i vanskeligheder – eller det der er værre. Overholdes indsendelsesfristen i ARL § 138 ikke, vil kapitalselskabets ledelse – hvis de ikke reagerer på et påknav fra Erhvervsstyrelsen – automatisk blive pålagt en afgift, jf. ARL §§ 150 og 151, idet det dog er muligt for det enkelte ledelsesmedlem at søge om afgiftsfritagelse efter § 152. Afgiften udgør 500 kr. pr. ledelsesmedlem for 1. påbegyndte måned, 2.000 kr. for 2. påbegyndte måned og 3.000 kr. for 3. påbegyndte måned, hvilket ligeledes udgør afgiftens maksimum. Derudover er det forsøgt muligt for Erhvervsstyrelsen at pålægge kapitalselskabernes ledelsesmedlemmer tvangsbeder, jf. ARL § 162.<sup>12</sup>

Af stor praktisk betydning er bestemmelsen i ARL § 150, stk. 3. Efter denne bestemmelse kan Erhvervsstyrelsen, såfremt styrelsen ikke efter på-

10. Jf. Henrik Steffensen m.fl., Årsrapporten, 7. udg., 2016, p. 1174 ff.
11. I forbindelse med coronakrisen blev fristerne for indsendelse af årsrapporten midlertidig udsat som følge af formningsforbuddet, jf. bkg. nr. 223 af 17. marts 2020 (til 8. marts efter ophevning af formningsforbuddet).
12. En betydelig del af Erhvervsankenevnets kendelser vedrørende årsregnskabsloven vedurer afgifter for for sen indlevering af årsregnskab. Se f.eks. gennemgangen af afgavelserne i NTS 2003:3 p. 295 f., hvor 13 ud af 15 afgavelser vedrørte afgift. Jf. også reformerne af senere afgavelser i NTS 2005:2 p. 20 f. og NTS 2005:4 p. 15 f. og NTS 2006: 4 p. 20 f., NTS 2007: 4 p. 18 f., og NTS 2008:4 p. 19 f. Se tillige de senere årsberetninger fra Erhvervsankenevnet. Det fremgår heraf, at antallet af afgifts-ager er faldet. Eksempler er kendelser af 18. maj 2017, jf. Årsberetningen 2017, p. 366 (ikke afgiftsfritagelse), kendelse af 15. januar 2016 (årsberetning 2016, p. 405) og af 9. februar 2016 (årsberetning p. 413) (ikke eftergivelse af afgift) og kendelse af 31. maj 2018 (afgift straffiestet). De mange afgavelser tager stilling til næsten enhver teknisk begrundelse/undskyldning for ikke at indlevere rettidigt. Erhvervsankenevnet bakker op om en streng linje med hensyn til rettidig indsendelse.

kmv modtager årsrapporten, anmode skifternet om at oplesse selskabet, jf. herved SL § 225, stk. 1, nr. 1. Se nærmere herom nedenfor i kap. 16.4.2.

Den indsendte årsrapport skal opfylde visse formelle krav. Årsrapporten skal i det mindste indeholde de bestanddele, der er obligatoriske for regnskabsklassen, samt eventuel revisionspåtegning eller anden erklæring fra revisor end en revisionspåtegning, jf. ARL § 138, stk. 2. For selskaber, som ønsker at offentliggøre frivillige supplerende beretninger om f.eks. virksomhedens sociale ansvar, viden og medarbejdersforhold, miljøforhold samt etiske målsætning og opfølging herpå, jf. ARL § 2, stk. 2, jf. § 14, skal årsrapporten indrettes således, at alle årsrapportens enkeltdeler tilsammen fremstår som et dokument med fællesbetegnelsen »årsrapport«, jf. ARL § 138, stk. 2. De lovlige dele, jf. § 2, stk. 1, skal være placeret forrest i dokumentet heden og skal være betegnet på en sådan måde, at de let kan identificeres. Derudover skal årsrapporten være underskrevet af alle ledelsesmedlemmerne i tilknytning til en ledelsespåtegning, jf. om erklæringens nærmere indhold ARL § 9.

Erhvervsstyrelsen bekendtiger modtagelsen af årsrapporter i styrelsens informationssystem, jf. ARL §§ 154 og følgende. Såfremt selskabet selv offentliggør årsrapporten i sin helhed, skal dette ske i den form og afdannelse, som har været genstand for lovlige eller frivillig revision, jf. § 149, stk. 1. Offentliggøres ufuldstændige årsrapporter, skal det klart fremgå, at der er tale om en forkortet årsrapport, og at årsrapporten i sin helhed kan rekviseres hos Erhvervsstyrelsen, jf. stk. 2.

Erhvervsstyrelsen fører kontrol med årsrapporter mv., jf. ARL § 159, stk. 1. Kontrollen kan både føres i forbindelse med indberetningen, jf. § 159 a, og som efterfølgende risikobaseret kontrol, jf. § 159 b. Kontrollen skal i videst muligt omfang være databaseret og digital. Kontrollen efter § 159 b kan i særlige tilfælde udføres som en tilfeldig stikprøvevis kontrol, jf. § 159, stk. 4. §§ 159 c-e giver Erhvervsstyrelsen udvidede redskaber til at gennemføre den efterfølgende kontrol samt mulighed for at offentliggøre iværksættelse af og resultaterne af kontrollen. Reglerne er opbygget på samme måde som reglerne vedrørende Erhvervsstyrelsens selskabskontrol, jf. foran i kap. 2.4. Bemærkede selskabers årsrapporter og delårsrapporter kontrolleres af Finanstilsynet og Erhvervsstyrelsen, jf. nærmere ARL § 161 a og kapitalmarkedslovens § 213, stk. 1-5 og 8.

I forbindelse med kontrollen kan Erhvervsstyrelsen anmode om de oplysninger, som er nødvendige, jf. ARL § 160. Sammen med den pålagte pligt til kontrol herer reaktionsmulighederne i § 161. Erhvervsstyrelsen kan påtale en overholdelsen, påbyde, at en fejl rettes, eller påbyde, at en overtrædelse bringes til ophør, jf. § 161. Hvis selskabet ikke retter sig herefter, kan der gives

tvangshæder, jf. SL § 162, og ultimativt kan selskabet sendes til tvangspolning, jf. SL § 162 a.

### 13.1.8. Årsregnskabsloven og selskabsretten

Med vedtagelsen af Årsregnskabsloven af 2001 blev det revisionsarbejde, som blev indledt med »Regnskabsrådets rapport om revision af Årsregnskabsloven«, udgivet af Erhvervstyrelsen og FSR i 1999, tilendebragt.<sup>13</sup> Årsregnskabsloven af 2001 bygger i det væsentlige på anbefalingerne i rapporten, som efter Rådets egen opfattelse dokumenterer grundige og omfattende regnskabsteoretiske overvejelser, som sikrer, at Årsregnskabsloven er i overensstemmelse med den internationale udvikling. Ändringerne af Årsregnskabsloven i 2015 fortsætter tilpasningen til de internationale regnskabstandarer, internationalt i samarbejde med uafhængige organisationer og nationalt af et særligt regnskabsråd, jf. nærmere ARL §§ 136-137 a.

Årsregnskabsloven har samlet alle krav til driftsekonomiske regnskaber i loven, og bestemmelserne er blevet moderniseret, så terminologi og regnskabsprincipper er baseret på internationale standarder. Loven er således opbygget på et regnskabsteoretisk fundament med udgangspunkt i den værdibaserede regnskabsteori, fordi det efter lovgivers opfattelse bedst er i overensstemmelse med de fremtidige regnskabsmæssige behov. Dette har skabt brydninger mellem regnskabs- og selskabsretten, som traditionelt har været indbyrdes afhængige. Årsregnskabsloven af 2001 markerede en fase i regnskabsretterns udvikling, hvor der skete en materiel adskillelse af selskabsret og regnskabsret. Derfor tvinger loven til en diskussion om årsrapportens betydning for selskabsreguleringen. Resultatet er blevet, at årsregnskabsposter i vidt omfang legges til grund for den selskabsretlige regulering af udbytte mv., jf. straks i det følgende.

Som antydet i afsnit 13.1.5 realiserer de konkrete ændringer i årsregnskabslovens bestemmelser for indregning og måling ikke det teoretiske paradigmeskifte mod værdibasering, som Regnskabsrådets oprindelige rapport indikerede. At det alligevel er relevant at bruge ord som regnskabsideologi og paradigmeskifte, er et resultat af lovens overordnede begrebsramme. Begrebsrammen er lovens teoretiske fundament, som skal medvirke til at udfylde indholdet af lovens generalklausul. Begrebsrammen er, som nævnt, stærkt inspireret af den værdibaserede regnskabsteori og resulterer i regnskabsposter, som ikke kan anvendes i den selskabsretlige regulering. Begrebsrammens

13. Hovedtrekkene i Regnskabsrådets rapport er gennemgået af Henrik Steffensen i RR 1999/5 p. 8 f.

prioriteringer bevirker, at der grundlæggende er sket et skif fra en kreditororienteret årsrapport til en investorbasert, hvor informationsformidling opstiller ørteres på bekostning af regnskabsposternes egnethed som selskabsretlig retsfakta. Dette illustreres ikke mindst gennem den vægt, som årsregnskabsloven lægger på rapporteringen af ikke-finansielle oplysninger, jf. nedenfor i afsnit 13.1.9.

De konkrete ændringer i årsregnskabslovens bestemmelser nødvendig gjorde en række ændringer i den tidligere aktieselskabslov – ændringer, som er videreført i selskabsloven. De mest nødvendige ændringer blev gennemført i 2001.

Udflytning af visse bestemmelser fra den daværende aktieselskabslov, jf. nedenfor, skabte på enkelte punkter usikkerhed vedrørende den selskabsretlige regulering. På nogle punkter skete der med ændringerne af årsregnskabsloven i 2015 en afklaring. Kravet om oplysninger om omkostningerne ved stiftelse fremgår nu kun af SL § 26, nr. 6. Bestemmelsen om omkostningerne i årsregnskabsloven er ophævet. Vedrørende den tidligere storaktionærregel i AL § 28 b, stk. 4, der blev flyttet til ÅRL §§ 74 og 104, kunne noget tilsvarende anføres. Oplysningerne om storaktionærerne skal nustå i ejerregistret, der skal føres efter SL § 58. ÅRL § 74 er som følge heraf ophævet. ÅRL § 104 er derimod bevaret. Intentionen med ÅRL § 104 var en udvidelse af kravene til årsrapportens oplysninger om storaktionærerne i borsnoterede og statslige aktieselskaber, men årsregnskabsloven pålægger efter bestemmelsens ordlyd selskaberne oplysningsforpligtelser, som selskabet ikke altid kan opfylde efter den selskabsretlige regulering. Efter den tidligere regel i AL § 28 b, stk. 4, skulle selskabets årsberetning alene indeholde en oplysning om, hvem der var optaget i den særlige fortegnelse over storaktionærer. Optagelsen i fortegnelsen beroede imidlertid på, om storaktionæren opfyldte sin pligt efter AL § 28 a til at give meddelelse til selskabet. Optagelse i ejerregisteret beror også efter selskabsloven på, om storaktionæren opfylder sin meddelelsespligt, jf. SL § 56. Efter ÅRL § 104 påhviler der efter bestemmelsens ordlyd selskabet en ubetinget pligt til at oplyse navn og bopæl på alle større kapitalejere, der besidder mere end 5 % af stemmerne eller kapitalen. Denne pligt kan ikke opfylles, hvis kapitalekskabet ikke har modtaget en meddelelse fra den pågældende storaktionær. Det følger imidlertid af reglerne om det offentlige ejerregister i SL § 58 og de nye krav om selskabets pligt til at identificere selskabets reelle ejere, jf. SL § 58 a, at selskabet ikke passivt kan afvente en meddelelse fra kapitalejeren, jf. herved også foran i kap. 6.1.4.

Følgeændringer til årsregnskabsloven i den daværende aktieselskabslov og i selskabsloven har dog i videst muligt omfang forsøgt at opretholde indholdet i de selskabsretlige beskyttelsesregler. Årsregnskabslovens medfører, at

flere løbende værdireguleringer skal vises i finanskabet, men omfattende krav om reservebinding medfører, at dette som udgangspunkt ikke undergiver kapitalbeskyttelsesreglerne, jf. f.eks. SL §§ 179 og 180. Det findes dog undtagelser, som ikke er i overensstemmelse med de selskabsretlige regler. F.eks. skal værdireguleringer vedrørende regulering af finansielle aktiver efter ARL § 37 altid indregnes i resultatopgørelsen uden krav om reservebinding og indgår derfor i selskabets frie reserver, som kan anvendes til udbetaling af udbytte. Det er ikke længere et ubetinget krav, at alle indtægter skal være realiseret, for de kan indregnes i resultatopgørelsen, jf. ARL § 49, stk. 1.<sup>14</sup>

Forsigtighedsprincippet kan påvirke ledelsens reelle pligt til at udarbejde den reviserede årsrapport. Denne pligt skal selvagt ses i forhold til de sanktioner, som træder i kraft, hvis ledelsen ikke gør det. I den udstrækning årsregnskabets regler for indregning og måling flir et indhold, som i mindre udstrækning er baseret på »hårde kendsgerninger«, men mere på forventninger til fremtiden, er det afgørende, at selskabslovens ansvarsregler passer hertil. Udvidet værdibasering og muligheden for at indregne flere aktiver i balancen, jf. ARL § 33, stk. 1, øger subjektiviteten i regnskabsafslæggelsen og påvirker ansvarsbedømmelsen af ledelsens handlinger.

Årsrapportens primære formål er informationsformidling til regnskabsbrugerne. Årsrapporten som afgorende for selskabernes kapitalanvendelse og som kreditorsikring er trådt i baggrunden. De ændringer, der blev gennemført i Årsregnskabsloven i forbindelse med gennemforelsen af selskabsloven, har ikke baggrund i en bredere vurdering af forholdet mellem den selskabsretlige og den regnskabsretlige regulering. Forarbejdende betegner selv ændringerne som konsekvensrettelser i forhold til selskabsloven. Moderniseringsbetænkningen 1498:2008 indeholder ikke generelle vurderinger vedrørende regnskabsreglerne – hvilket der heller ikke var lagt op til i betenkningens kommissorium fra 2006. En anledning til denne diskussion kunne have været revisionen af det selskabsretlige kapitaldirektiv og en mulig overgang til et solvensbaseret system, jf. herom foran i kap. 1.3.4 samt – i et bredere perspektiv – finanskrisen og de dermed sammenhængende sammenbrud i erhvervslivet. Evalueringen af selskabsloven i 2013 kunne ligeledes have inddraget en mere generel vurdering af forholdet mellem årsregnskabsloven og selskabsloven. De gennemførte ændringer i årsregnskabsloven vedrører imidlertid kun de direkte konsekvenser af ændringerne i kravet til minimumskapital og af indirekte

14. Første indregning af finansielle aktiver sker til kostpris, men derefter skal det ske en løbende regulering, jf. § 37, stk. 2. Se om bestemmelsen nærmere *Henrik Steffensen m.fl., Årsrapporten 7. udg.*, 2016, p. 562 f.

reisen af iværksætterselskabet. Implementeringen af regnskabsdirektivet i 2015 har på enkelte punkter betydning for den selskabsretlige regulering, men fokus er i øvrigt på lempelser af regnskabspligtene.

### 13.1.9. Ikke-finansielle oplysninger

Årsregnskabsloven indeholder ikke alene talrelaterede krav vedrørende, hvorledes aktiver og passiver skal indregnes i årsrapporten og – ligeledes – talmessige opgørelser af de forskellige poster i resultatopgørelsen og balancen. Disse angivelser og opgørelser giver imidlertid kun et usfuldstændigt billede af selskabets nuværende og fremtidige stilling. Investorerne (og samfunden) har brug for mere. Den nyere internationale udvikling legger i stigende grad vægt på, at der også rapporteres om ikke-finansielle forhold.

Danmark har implementeret EU's non-financial reporting directive (NFRD), jf. direktiv 2014/95/EU.<sup>15</sup> Direktivet krever, at der rapporteres om miljøbeskyttelse, respekt for menneskerettigheder, anti-korruption og bestikkelse samt om diversitet i selskabers ledelse, jf. herom også regleme i SL § 139 c omtalt foran i kap. 9.3. Som en del af Kommissionens handlingsplan for bæredygtig investering fra 2018 formulerede Kommissionen en målsætning om at styrke virksomhedernes bæredygtighedrapportering (miljø-, samfunds- og ledelsesmæssige forhold – environmental, social and governance (ESG)), bl.a. via en revision af NFRD.<sup>16</sup> I februar 2020 udsendte Kommissionen således en offentlig høring om en mulig revision af NFRD – som de i samme ombering har valgt at omdøbe til CSRD – Corporate Sustainability Reporting Directive. I november 2020 indgav EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) en Progress Report til Kommissionen,<sup>17</sup> og i april 2021 fremlagde Kommissionen deres endelige lovforslag.<sup>18</sup> Kommissionen fremhæver, at der

15. I 2015 med ændringer i ÅRL § 99 z om virksomhedernes samfundsansvar. Se om direktivet bl.a. Daniel Gergely Szabó og Karsten Engrig Sørensen, ECFR 2015, pp. 307-340. Artiklen fokuserer på direktivet som en del af et CSR-regime.
16. Jf. COM (2018) 97 final, action 9 – strengthening sustainability disclosure and accounting rule-making, p. 10.
17. Se herom bl.a. Commission Work Program 2020, COM (2020) 440 samt EFRAG's hjemmeside [efrag.org](http://efrag.org).
18. Se herved Kommissionens meddelelse af 21. april 2021, COM (2021) 188 final samt selve lovforslaget COM (2021) 189 final. Duselsøerne omkring CSRD fokuserer bl.a. på at sikre ensartede rapporteringskrav på tværs af sektorer og på kvaliteten af den information som virksomhederne rapporterer. Se eksempelvis Mathilde Bornd m.fl., Sustainable Finance Research Platform, Policy Brief, July 2021, What information is relevant for sustainability reporting? The concept of materiality and EU Corporate Sustainability Reporting Directive.

ses en trend hos en bred kreds af organisationer og stakeholders, som efterlyser en new regulatory approach to non-financial reporting.<sup>19</sup>

Som en del af årsrapporten skal virksomheder i regnskabsklasse B, C og D indeholde en ledelsesberetning, jf. ARL § 76 a, 99 og 102. Generelt sagt skal ledelsesberetningen beskrive virksomhedens væsentligste aktiviteter og økonomiske forhold. I det omfang det er nødvendigt for at forstå virksomhedens udvikling, resultat og økonomiske stilling, skal store virksomheder supplere med oplysninger om ikke-finansielle forhold, som er relevante for specifikke aktiviteter, herunder oplysninger vedrørende miljø- og personaleforhold, jf. § 99, stk. 2. Ledelsesberetningen skal eksempelvis kun omtale virksomhedens påvirkning på det eksterne miljø, hvis der er en særlig virkning af dette. Dette vil således sjældent være tilfældet for servicevirksomheder. Se herved § 99, stk. 3.

De senere års regnskabsretlige diskussioner handler i høj grad om virksomhedernes samfundsmaessige rolle – og i hvilket omfang og med hvilke midler samfundet skal regulere denne. Danmark var på visse områder tidligt med. Siden 2009 har årsregnskabslovens § 99 a således indeholdt en bestemmelse om virksomheders samfundsansvar (CSR), jf. også foran i kap. 2.1.2.5. Selskabslovens § 139 a har siden 2012 indeholdt regler om borsnoterede, statslige selskaber og store kapitalselskabers pligt til at opstille måltal og politikker for det underrepræsenterede kon. Denne regel suppleres af ARL § 99 b straks nedenfor.

ARL § 99 a indeholder med ændringslove i 2015 og 2018 en række udvidelser af den hidtil gældende § 99 a. Efter bestemmelsen skal store virksomheder i regnskabsklasse C samt virksomheder i regnskabsklasse D supplere ledelsesberetningen med en *redegørelse for samfundsansvar*. Ved virksomheders samfundsansvar forstås efter bestemmelsen »at virksomheder integrerer hensyn til bl.a. menneskerettigheder, sociale forhold, miljø- og klimamessige forhold og bekæmpelse af korruption i deres forretningsstrategi og forretningsaktiviteter.« De eksempler, der nævnes i loven, legger op til, at virksomhederne tager udgangspunkt i FN's Global Compact-principper. I forhold til Global Compact er § 99 a udvidet med klimapåvirkning.

Henvisningen til virksomhedens forretningsstrategi og forretningsaktiviteter skal forstås således, at redegørelsen skal have relation til virksomhedens kerneforretning, og at oplysningerne skal gives, i det omfang de er relevante for forståelsen af udviklingen i og påvirkningen af kerneforretningens aktiviteter.<sup>19</sup>

19. Jf. bemærkningerne til L 117 2014-15 p. 96.

Redegørelsen skal indeholde oplysninger om virksomhedens politikker for samfundsansvar, jf. § 99 a, stk. 2. For finansielle virksomheder suppleres reglerne i ÅRL af Forordning (EU) 2019/2088 om bæredygtighedsrelaterede oplysninger i sektoren for finansielle tjenesteydelser (disclosure-forordningen). Ifølge forordningens art. 3 skal finansielle markedsdeltagere offentliggøre på deres websteder oplysninger om deres politikker for integration af bæredygtighedsrisici i deres investeringsbeslutningsproces.

Redegørelsens mindsteindhold specificeres i § 99 a, stk. 2, nr. 1-4. Kravene er mere specificerede end tidligere, både med hensyn til indhold og med hensyn til hvorledes virksomhederne skal forholde sig til kravene ved udarbejdelse af diverse politikker og opfyldelsen af resultatløb.

Som en vigtig nyskabelse omfattes redegørelserne for fremtiden af »vejled« eller forklares-princippet, jf. § 99 a, stk. 2.

Redegørelsen kan enten gives i tilknytning til ledelsesberetningen, i en supplerende beretning efter ÅRL § 14 eller på virksomhedens hjemmeside, jf. ÅRL § 99 a, stk. 5.

Nærmere regler om redegørelsen findes i bkg. nr. 558 af 1. juni 2016 om offentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven; se bekendtgørelsens kap. 3, § 14 og følgende.<sup>20</sup>

Årsregnskabslovens § 99 b supplerer SL § 139 a, hvorefter statslige selskaber, selskaber, hvis værdipapirer handles på et finansielt marked, samt større kapitalselskaber skal opstille måltal og politikker for det underrepræsenterede køn i det øverste ledelsesorgan. Selskabslovens bestemmelse er ikke udtryk for et kvotesystem, som det f.eks. kendes fra Norge. Loven tager dog udgangspunkt i, at en ligelig fordeling er 40/60, dvs. enten 40 % kvinder eller mænd. Er dette mål opfyldt, har selskabet ikke pligt til at opstille måltal. Virksomheder, der er forpligtet til at opstille måltal efter selskabsloven, skal rapportere om måltallene, jf. ÅRL § 99 b, stk. 5.

ÅRL 99 b gælder for de samme virksomheder som i § 99 a, jf. ovenfor. Bestemmelsen suppleres af den ovenfor nævnte bekendtgørelse, kap. 4, § 23 og følgende.

ÅRL § 99 c indeholder en ny bestemmelse om betaling til myndigheder i forbindelse med effektivskanning og udvinding af mineral-, olie- og naturgasforekomster efter skovning af primærskove. Som det siges i bemærkningerne til bestemmelsen, er det vigtigt at skabe åbenhed om betalingen for at udnytte ikke-fornybare naturressourcer, specielt i forhold til lande med svag administrativ infrastruktur.

20. Se også vejledningsmaterialet om redegørelse for samfundsansvar på <http://www.samfundshansvar.dk>.

stration og udbredt korruption, hvor der formodes at være en risiko for, at betalinger unddragtes de offentlige kasser. Se til den nævnte bestemmelse også den ovennævnte bekendtgørelse, kap. 5, § 31 og følgende.

Endelig må nævnes ARL §§ 107 b og 107 c om den redegørelse for virksomhedsledelse, som skal udarbejdes af selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, samt af statlige aktieselskaber, jf. herom også foran i kap. 2.1.2.5 samt 2.3. Ändringsloven fra 2019 supplerer med en ny bestemmelse i § 107 d, hvorefter virksomheden skal supplere ledelsesberetningen med en redegørelse for virksomhedens mangfoldighedsopolitik. Redegørelsen skal omfatte sammensætningen af virksomhedens ledelse for så vidt angår f.eks. alder, køn eller uddannelses- og erhvervsmæssig baggrund, jf. § 107 d, stk. 4. Redegørelsen skal udarbejdes af virksomheder af en vis størrelse, jf. § 107 d, stk. 1. Bestemmelsen korresponderer med SL § 139 c om måltal og politikker for det underrepræsenterede køn, jf. foran i kap. 9.3.

## 13.2. Revision

### 13.2.1. Udviklingen – i en nødskål

Bestemmelserne om selskabsrevision stod indtil 1989 i aktie- og aspartsselskabsloven. Ved den såkaldte »revisorpakke«, lov nr. 815 af 21. december 1988 om ændringer af årsregnskabsloven m.v., overførtes revisionsbestemmelserne i selskabsloven, fondsloven, bank- og sparekasseloven m.v. til et nyt kapitel 8 a i årsregnskabsloven. Samtidig skete der en væsentlig opstramning af revisionsbestemmelserne i de to dagældende revisorlove. Loven om statsautoriserede revisorer og om registrerede revisorer.<sup>21</sup> Formålet med loven var at styrke offentlighedens og myndighedernes tillid til revisorernes virksomhed og erklaeringer. Dette formål søgtes opnået bl.a. ved udstedeelse af en række bekendtgørelser, som nærmere beskriver revisorers virksomhed. Vigtigste bekendtgørelse om statsautoriserede og registrerede revisorers erklaeringer m.v. var og er den såkaldte *erklæringsbekendtgørelse*, nu bkg. nr. 1468 af 12. december 2017.

Yderligere stramning af revisionsbestemmelserne er senere sket ved lovenændringer i 1991 vedrørende omlægning af regnskabsår, revisorskift m.v. Ved lovenændring i 1992 blev der gennemført en reform af det særlige disciplin.

21. Se nærmere om udviklingen af revisorlovene den udførlig fremstilling hos Jacob Lenz, *Arnulf Kjær Hassager og Lars Kieritzner, Revisoransvar*, 9. udg., 2021, kap. 2, samt Kim Füchsel, Peter Krogslund Jensen, Lars Bo Lungsted, Paul Erik Olsen og Martin Samuelsen, *Revisorloven med kommentarer*, 5. udg., 2018.

nærsystem med oprettelse af to foreningsbaserede disciplinærsystem.<sup>22</sup> Dette disciplinærsystem blev ophævet ved en ændring af lov om statsautoriserede revisorer og lov om registrerede revisorer i 2002.

De nævnte ændringer fra 1991 og 1992 var første fase af en revision af revisorlovgivningen. Første fase havde til formål at sikre en bedre overholdelse af revisorlovgivningen. Anden fase blev gennemført ved lovændringer vedtaget i maj 1994.<sup>23</sup> Den havde til formål at medvirke til at højne revisionsarbejdets kvalitet og præcitere revisorternes pligter. Med lovændringen blev imødekommet en del af den kritik, der på daværende tidspunkt blev rejst mod revisorternes arbejde i kolvandet på Erhvervsstyrelsens undersøgelse af selskabers regnskaber i 1993. Undersøgelsen afgjorde fejl i hovedparten af regnskaberne og nogle affærer, hvor der var udført dårligt revisorarbejde. Nogle mindre ændringer blev gennemført i 1996 bl.a. vedrørende revisors rolle i statslige aktieselskaber.

Der skete med lovændringerne en skærpling af kravene til revisors uafhængighed; det beskrives i revisorlovene, hvilke arbejdsopgaver der falder ind under begrebet revisionsvirksomhed, og revisor placeres som offentligheds tillidsrepræsentant, jf. nærmere i det følgende.

I januar 2002 afgav Revisorkommisionen betænkningen »Revisorlovgivning – uafhængighed og liberalisering«.<sup>24</sup> Revisorkommisionen fremlagde med betænkningen sit forslag til en helt ny revisorlovgivning. Betænkningen fokuserer på uafhængighed, liberalisering og international harmonisering.

En ny revisorlov blev vedtaget i april 2003. Loven bygger på Revisorkommisionens betænkning, men indeholder på nogle punkter yderligere opstramninger bl.a. under indtryk af den amerikanske Enron-skandale m.fl. Revisorloven af 2003 blev erstattet af lov om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder nr. 468 af 18. juni 2008.

Læren af finanskrisen førte til en mere grundlæggende vurdering af revisionsbranchen i Kommissionens grønbog fra 2010.<sup>25</sup> På baggrund af grønboget blev der dels vedtaget et direktiv om ændring af det 8. direktiv om lovplichtig revision, Rådets direktiv 2014/56/EU og Rådets forordning 537/2014/EU om specifikke krav til lovplichtig revision af virksomheder af interesse for offentligheden (også kaldt PIE-virksomheder).

22. Om disciplinærsystemet se fremstilling hos Jacob Lertz, Amalie Kjaer Hassager og Lars Kieritzner, Revisionssvac, 9. udg., 2021 kap. 6.
23. Forarbejdet er Revisorkommisionens betænkning 1254/1993.
24. Betænkning nr. 1411:2002.
25. Kommissionens grønbog, Læren af krisen, KGM(2010)561.

Ændringsdirektivet blev implementeret i Danmark ved lov nr. 631 af 8. juni 2016 om ændring af revisorloven m.v.<sup>26</sup> Forordningen er umiddelbart gældende i Danmark, men forordningen indeholder en række temmeligheder, som udnyttes i ændringsloven til revisorloven.<sup>27</sup>

I lighed med principperne bag selskabsloven og implementering af anden erhvervsrettel EU-regulering er nogleordene bag den nye revisorlov mindstensimplementering, international konkurrenceevne, fleksibilitet og udnyttelse af alternativer til lovregulering.<sup>28</sup>

Den gældende revisorlov er lov bkg. nr. 25 af 8. januar 2021.

Sammenfattende indeholder revisorloven – som navnet siger – bestemmelser om godkendelse af revisorer, regler om revisors virksomhed og pligter, selskabsloven indeholder bestemmelser om selskabers pligt til at vælge, eller fraværlige, revision, om revisors stilling på generalforsamlingen mv., og årsregnskabsloven indeholder få bestemmelser om revision, jf. således ÅRL § 10 a om fravælg af revision og § 105 om revisorer i danske selskaber samt §§ 135 og 135 a om pligten til at lade årsregnskabet revidere.

### 13.2.2. Fra to revisorlove til én lov

På det lovttekniske plan var en vigtig ændring i revisorloven af 2003, at de tidligere love om henholdsvis statsautoriserede og registrerede revisorer blev samlet i én lov. Dette kunne indicere, at reglerne om de to revisorygrupper er de samme. Der er dog fortsat to faggrupper med eneret til at benytte betegnelsene statsautoriseret henholdsvis registreret revisor, jf. revisorlovens § 5, og undergivet et krav om godkendelse, jf. lovens § 3. Organisatorisk er de med-

26. Med hjemmel i revisorloven er der udstedt en lang række bekendtgørelser, Bekendtgørelse nr. 728 af 15. juni 2016 om register over godkendte revisorters og bekendtgørelse nr. 735 af 17. juni 2016 om revisionsvirksomheders uafhængighed (Uafhængighedsbekendtgørelsen); Bekendtgørelse nr. 1468 af 12. december 2017 om godkendte revisorters erklæringer (erklæringbekendtgørelsen); Bekendtgørelse nr. 962 af 28. juni 2016 om revisionsvirksomhed; Bekendtgørelse nr. 1048 af 16. oktober 2019 om finansiering af udgifterne ved kvalitetskontrollen af revisionsvirksomheder og revisorer, undersøgelsessystemet samt driften af Revisorørnet; Bekendtgørelse nr. 104 af 30. januar 2020 om kvalitetskontrol af revisionsvirksomheder; Bekendtgørelse nr. 762 af 21. juni 2016 om godkendte revisionsvirksomheder interne organisation; Bekendtgørelse nr. 734 af 17. juni 2016 om godkendte revisorters og revisionsvirksomheders tilrettelæggelse af arbejdet; Bekendtgørelse nr. 964 af 28. juni 2016 om Revisorrådet; Bekendtgørelse nr. 1536 af 8. december 2015 om godkendte revisorters garantistillelse og ansvarsforsikring.
27. En oversigt over ændringerne i revisorloven gives af Jesper Seehausen i NTS 2016:2.
28. Se herved Erhvervs- og Vækstministeriets hjemmeside <http://evm.dk/arbejdsmiljøet/regularisering-og-konkurrence/eu-implementeringsudvalg/fem-principper>.

læmmer af samme brancheorganisation, FSR – danske revisorer. Den arbejdsdeling, der findes i praksis mellem de to revisorgrupper, eksisterer stadig, selv om lovgivningen kun på ét enkelt punkt, nemlig vedrørende kravet om statsautoriseret revision i borsnoterede selskaber, jf. ARL § 135 a, stk. 2, og nedenfor, forbinder revision af årsrapporter for statsautoriserede revisorer.

En forenkling, som på sigt også vil medføre en faglig harmonisering, ligger i, at de tidligere to disciplinernævne blev slæbt sammen til ét. Med revisorloven af 2008 blev navnet ændret til Revisornævnet.<sup>29</sup> Revisornævnet er en uafhængig administrativ klageinstans – et såkaldt domstolslignende klagnævn. Revisornævnet behandler sager om revisorers overtrædelse af lovgivningen, jf. nærmere reglerne i revisorlovens § 43 og følgende samt den tilhørende bekendtgørelse.

### 13.2.3. Revisorloven omfatter kun visse erklæringsopgaver

En af de vigtigste ændringer i revisorloven er, at loven afsænser sit område til visse erklæringsopgaver. Hovedbestemmelserne herom findes i lovens § 1, stk. 2, hvorefter loven finder anvendelse ved revisors afgivelse af revisionspåtegninger på regnskaber, herunder revisors udtalelser om ledelsesberetninger i henhold til årsregnskabsloven, og ved revisors afgivelse af andre erklæringer med sikkerhed, der ikke udelukkende er bestemt til hvervgiverens egen brug.

Erklæringsbekendtgørelsen sondrer mellem fire former for erklæringer, nemlig:

- *Revisionspåtegninger* på reviderede regnskaber, jf. § 1, stk. 2, og § 19
- *erklæring om udvidet gennemgang* af regnskaber
- *erklæring om review* af regnskaber
- andre erklæringer med sikkerhed, jf. § 1, stk. 2, og § 19.

Detaljerede regler om de forskellige erklæringsformer findes i en række internationale erklæringsstandarder (ISA, International Standard of Auditing og

29. Se om Revisornævnet Peter Krogthund Jensen m.fl., Revisorloven, 5. udg., 2018, og Jacob Lenz, Amalie Kjær Hassager og Lars Kiertzner, Revisoransvar, 9. udg., 2021, kap. 5. Se også Søren Halling-Overgaard, Revisors erstatnings- og disciplinæransvar, 4. udg., 2014, p. 465 f. Revisornævnet har udarbejdet en vejledning om nævnets arbejdsgang, klager og offentliggørelse af afgørelse. Se vejledningen på nævnens hjemmeside. På hjemmesiden kan der søges på alle kendelser fra Revisornævnet. Revisornævnets praksis kan også findes i de løbende årsberetninger. Se også Jesper Sehested i NTS 2021:1 p. 116 f.

ISRE, International Standard of Review) samt i danske standarder om udvælgelse gennemgang af årsregnskabet udarbejdet er erhvervsstyrelsen og FSR.

Efter § 1, stk. 3, finder nogle af lovens bestemmelser også anvendeligt ved revisors afgivelse af andre erklæringer, der kræves i henhold til lovgivningen eller ikke udelukkende er bestemt til hvervsgiverens eget brug.

Eksempler på erklæringer, der kræves i henhold til selskabsloven, er de vurderingsberetninger og erklæringer, der skal afgives ved stiftelse, kapitalforskrivelse, fusion og spaltning.

En konsekvens af lovens afgrensning af sit virkeområde er på den anden side, at revisor kan påtage sig enhver opgave, sonduat at han er faglig kompetent. I modsætning til tidligere kan revisor eksempelvis være bestyrelsesmedlem i selskaber eller drive erhvervsvirksomhed. Efter forordningsartikel 5 er der for virksomheder af interesse for offentligheden inddelt et forbud mod en lang række ikke-revisionsydelser, dvs. ydelser, der ikke er en del af den lovpligtige revision, eksempelvis en række skatneydelser og juridiske ydelser. Nogle af disse ydelser er allerede forbudt efter de godkendte revisorers etiske regler. Ud over dette forbud indeholder forordningsartikel 4, stk. 2, en begrænsning – en såkaldt »cap« – i det samlede honorar for tilladte ikke-revisionsydelser.<sup>30</sup> Revisor må altid være opmærksom på, om udførelsen af opgaven kan påvirke hans uafhængighed i forbindelse med erklæringsopgaver, jf. nedenfor.

#### 13.2.4. Kravene til revisor – revisor som offentlighedens tillidsrepræsentant

Revisor må have de nødvendige *faglige kvalifikationer* for at kunne udføre sin opgave. Selskabsloven indeholder regler om valg af revisorer i § 144 og følgende. Kravene til revisors kvalifikationer bestemmes i revisorloven. Hvis et kapitalselskab er undergivet revisionspligt eller vælger, at årsregnskabet skal revideres, skal generalforsamlingen vælge én eller flere godkendte revisorer. Bestemmelserne i årsregnskabsloven forbeholder revision af årsrapport for de revisorer, der er godkendt hertil i henhold til revisorloven, jf. ARL § 135 a, stk. 1. I borsnoterede og statslige aktieselskaber skal mindst én revisor være statsautoriseret. Lovgivningen har regler om minoritetsbefejelser ved valget af revisor. Efter selskabslovens § 144, stk. 2, kan kapitalejere, der ejer mindst 1/10 af selskapskapitalen, kræve, at der udnevnes en minoritetsrevisor til sammen med de(n) øvrige revisor(er) at forestå revisionen.

30. Jf. herved Jesper Hansen og Lars Kierchner: *Særlige problemer i forordningen – notation, ikke-revisionsydelser og 70 % cappen*, RR 2015/9 p. 110 f.

Revisionens objektivitet sikres bl.a. ved krav om revisors uafhængighed af kapitalselskabet og dets ledelse. Reglerne om uafhængighed er vigtigt ændret og udvidet i de seneste revisorlove. Revisorlovens §§ 24-26 indeholder regler om uafhængighed. Bestemmelserne i § 24 indledes med en general-klausul, der står fast, at revisor skal være uafhængig af den virksomhed, som opgaven vedrører, ligesom revisor ikke må være involveret i virksomhedens beslutningstagen. Bestemmelserne stk. 2 fastslår, at revisor ikke er uafhængig, hvis der er en direkte eller indirekte økonomisk interesse mellem revisor og den virksomhed, som opgaven udføres for.

Der gælder endvidere efter forordningens artikel 17, stk. 7, regler om såkaldt *partnerrotation*, dvs. udskiftning af den underskrivende revisor efter 7 år, samt efter forordningens artikel 17, stk. 1-6 og 8, såkaldt *ekstern rotation*, dvs. obligatorisk rotation af revisionsvirksomheden. Med hjemmel i en undtagelsesbestemmelse i forordningen er tidsperioden, hvori et kapitalselskab kan have samme revisor, øget til 20 eller 24 år, jf. SL § 144 a. De nævnte bestemmelser gælder kun selskaber af interesse for offentligheden.

Detaljerede regler om uafhængighed findes i uafhængighedsbekendtgørelsen, jf. ovenfor i note 25.

Revisors selvstændige stilling i selskabsforhold understreges i øvrigt ved bestemmelser om afgivelse af oplysninger m.v. til revisor, jf. SL § 133, om revisors adgang til generalforsamlingen, jf. SL § 103, og om revisors ret til at indkalde til ekstraordinær generalforsamling, jf. SL § 89.

Kravene om objektivitet og uafhængighed har medført, at revisorerne i stadig højere grad opfattes som et selvstændigt selskabsorgan, der skal medvirke til at sikre, at de selskabsretlige regelsæt overholdes. Revisor vælges af generalforsamlingen, men er i sit arbejde ikke undergivet kapitalselskabets instruktionsmyndighed med hensyn til udførelsen af revisionsopgaven, jf. SL § 147, stk. 1. Revisors opgaver kan udvides efter aftale med kapitalselskabet, men kan ikke indskrives.

Et klart udtryk for revisors selvstændige stilling findes i de udvidede regler om revisorers tilstedevarelse og oplysningspligt på generalforsamlingen, jf. SL § 103, jf. herom foran i kap. 11.4.7. I samme retning peger ligeledes bestemmelserne i SL § 147, stk. 2, hvorefter der pålægges revisor særlig pligt til at påse, at selskabets ledelse overholder sine forpligtelser til at udarbejde forretningsorden og til at oprette og føre bager, fortegnelser og protokoller, samt om reglerne forelæggelse og underskrivelse af revisionsprotokollen er overholdt. I forbindelse med implementeringen af det ændrede aktionærret-tighedsdirektiv i 2019 blev det tilføjet, at revisor også skal påse, at oplysninger i henhold til SL § 139 b, stk. 3, fremgår af selskabets vederlagsrapport. I enekapitalselskaber skal revisor formentlig også påse, at der i formodent om-

fang oprettes dokumenterbare aftaler vedrørende transaktioner mellem kapital-selskabet og enekapitalejeren,<sup>11</sup> jf. SL § 127. Revision skal efter SL § 147, stk. 3, afgive en særskilt erklaering i forbindelse med årsrapporten, såfremt han konstaterer, at kravene ikke overholdes. En særskilt erklaering er dog ikke nødvendig, hvis generalforsamlingen skal godkende selskabets årsrapport og forholdet er omtalt i revisionsplægningen på årsrapporten. Bestemmelser i § 147, stk. 3 – der ligesom de øvrige stramninger har baggrund i Nordisk Fjer-sagen – skal tjene til at sikre en efterfulgende ansvarsplacering. Den kan samtidig ses som en regel, der kan beskytte ledelsens enkelte medlemmer i forhold til alt for sterke personligheder i ledelsen.<sup>12</sup>

Der har i de senere år været megen debat om revisors rolle. Revisorerne dobbeltrolle som klientens tillidsmaend, rådgivere og fortrødige og som offentligbedens, kreditorernes, samfundets garanter har stået for skad.<sup>13</sup> Revisorerne valges af, betales af, og afskediges af klienten. Men samtidig er revisionen i kapitalselskaberne lovbestemt i sit indhold. Revisorloven forholder sig til denne diskussion ved at karakterisere revisorerne som *offentlighedens tiltrærepræsentanter*, jf. revisorlovens § 16, stk. 1. Herved tilkendegives, at revisor i sin virksomhedsudøvelse inden for revisorlovens område også skal tage hensyn til virksomhedens omverden såsom myndigheder, medarbejdere, kreditorer og investorer, selv om revisor er valgt af og betalt af virksomheden, som kan have modstående interesser. Den legale præcisering giver eventuelle svage revisorer et rygsted til at stå fast i kritiske situationer, og den giver domstolene sikker hjæmme for at fastholde revisorene på et ansvar i forhold til de nævnte eksterne interessegrupper.

En videreførelse af det bredere syn på revisors opgaver har også ført til, at revisor tildeles en (mere central) rolle i forbindelse med bekämpelse af økonomisk kriminalitet, jf. næste punkt.

31. Generalforsamlingsprotokollen skal føres og underskrives af dirigenten, jf. SL § 101, stk. 3. Denne protokol omfattes derfor næppe af SL § 147.
32. Hvis det pågældende forhold er omtalt i revisionsplægningen, bliver forholdet automatisk offentliggjort i forbindelse med indsendelsen af regnskabet til Erhvervsstyrelsen. Hvis revisors gennemgang af de nævnte forhold giver en begrundet formodning om, at ledelsesmedlemmer kan ifalde erstatnings- eller strafansvar, skal dette komme til udtryk i revisors plægning på regnskabet efter erklaeringbekræftelsens § 7, stk. 2, og nærmere nedenfor i teksten.
33. Jf. herved f.eks. Ole Longer indledningsartikel i Festskrift til FSR, 1986: Statautoriserede revisorer – tillidsmænd for offentligheden eller gjæster for firmaer og formand?

### 13.2.5. Revisionens formål og omfang

Årsrapporten udgår som nævnt ovenfor en del af beslutningsgrundlaget for generalforsamlingen med hensyn til selskabets videre udvikling. Tidligere i regnskabet er endvidere afgørende for konkrete beslutninger om kapitaludtalelse, om udbyttebetaling og sammenhængende hermed om udtalelse af fondsaktier og konvertible obligationer, om forrentning af udbyttetegnende gældsbreve m.v.

For kreditorene, herunder pengeinstitutterne, er et korrekt opgjort regnskab væsentligt for bedommelsen af selskabets kreditværdighed.

Også investorer må have pålidelig regnskabsmæssig information. I børsnoterede selskaber beror en pålidelig kursdannelse bl.a. herpå.

Bestemmelserne om selskabsrevision skal understøtte kravene om udarbejdelse af en årsrapport, som har informativ værdi og er korrekt – som kom sagt giver et retvisende billede af kapitalselskabets forhold – og som derved kan udgøre et betyggende beslutningsgrundlag.<sup>34</sup> Når der foreligger en revideret og af revisor attestert årsrapport, bør regnskabslæsere kunne støle på tallene uden en selvstændig efterprøvelse.

Revisor skal revidere hele årsrapporten, dog ikke de supplerende beretninger efter ARL § 2, stk. 2, jf. årsregnskabslovens § 135, stk. 5, og ej heller ledelsesberetninger. Der er ifølge § 135, stk. 1, kun revisionspligt for selskaber i regnskabsklasse B, C og D. Kapitalselskaber er, som allerede nævnt, ikke omfattet af klasse A-reglerne, men af klasse B-D. Efter de seneste regler kan de mindste af klasse B-selskaberne fravælge revision eller som alternativ vælge såkaldt »udvidet gennengang«, jf. nedenfor i afsnit 13.2.6. Det er en undtagelse – i det omfang den udnyttes – af stor praktisk og ressourcemæssig betydning. Den umiddelbare ressourcemæssige besparelse herved er åbenbar. Der har været udtrykt frygt for, at der vil vise sig omkostninger herved i form af egede tab for kreditorene eller øget økonomisk kriminalitet. Evalueringer, der blev gennemført i forbindelse med en udvidelse af lempelsesreglerne i 2010 og på ny i 2018,<sup>35</sup> jf. herom nedenfor, synes ikke at bekraeftie denne frygt. Kreditorene kan evt. sikre sig ved at forlange forevist et revideret regnskab. Enkelte pengeinstitutter ønsker således ikke at have selskaber, hvis

34. Se om revision og revisionsprocessen f.eks. *Martin Samuelsens m.fl., Revision i praksis*, 2012. En kortere fremstilling gives i *Jakob Lentz, Amalie Kær Hassager og Lars Kiertzner, Revisoransvar*, 9. udg., 2021, kap. 1.
35. Se *Erhvervsstyrelsens Undersøgelse af det fremadrettede behov for revisionspligt*, 2018. Se også *Erhvervsstyrelsens Analyse af iværksætterselskaber*, 2018. Det fremgår af analysen, at kun en mindre del af iværksætterselskaberne får årsregnskabet revideret, se analysens punkt 6.3, note 19.

regnskaber ikke revideres, som kunder og de seneste erfaringer vedrørende misbrug af iværksætnelskaber indikerer også, at fratagelse for revisionspligtigheden har spillet en rolle. De hidtidige erfaringer viser, at ca. 23 pct. af de virksomheder, der har mulighed herfor, fravælger revision.

Revisionen af årsrapporten krever revisors selvstændige stillingtagen ikke alene til regnskabsmæssige forhold og talmessige størrelser, men også til en lang række faktiske og retlige forudsætninger herfor. Revisor kan ikke uden videre lægge de af kapitalselskabet forelagte tal og oplysninger til grund, men må selvstændigt vurdere materialet, således at han erhverver den tilstrækkelig høje grad af sikkerhed om oplysningsens korrekthed, som er baggrunden for attestationen af regnskabet. Revisionen omfatter bl.a. undersøgelse af, om selskabets aktiver er til stede og reel tilhører kapitalselskabet, og om de er forsvarlig værdiansat. Tilsvarende skal det undersøges, om alle forpligtelser af betydning for selskabets økonomiske stilling er oplyst. Det skal undersøges, om resultatopgørelsens poster er i overensstemmelse med bogføringen, og om der er foretaget de nødvendige regnskabsmæssige af- og nedskrivninger. At der lægges stigende vægt på, om der er den formodne risikostyring og interne kontrol, understreges af SL §§ 115 og 117, jf. også Anbefalinger for god Selskabsledelse, punkt 5, jf. også foran i kapitel 9.3.2.

Revisor må påse, at de grundlæggende krav til årsrapporten, jf. ovenfor, følges. I relation til den selskabsretlige lovgivning er der grund til særlig at fremhæve forudsætningen om »going concern«.<sup>36</sup> Det vil ofte være en (den) central(e) vurdering, der kan afgøre et selskabs skebne, om revisor ud fra en samlet bedømmelse af kapitalselskabets forhold kan acceptere at lægge denne forudsætning til grund. Tages der forbehold i så henseende, må kapitalselskabets værdier, indtjeningssevne m.v. nedjusteres, og kapitalselskabet kan dermed komme i en kapitaltabssituations, jf. SL § 119, være tvunget til at standse yderligere kreditoptagning, jf. nedenfor i kap. 14, eller være udelukket fra at likvidere som solvent selskab, jf. nedenfor i kap. 16.

Kravene til revisors virksomhed sammenfattes i den standard, at revisorarbejde skal være udført i overensstemmelse med god revisorskik, jf. revisorlovens § 16, stk. 1. God revisorskik omfatter understanden god revisionskik, jf. SL § 147, stk. 1.<sup>37</sup> Der er tale om faglige standarder under stadig udskik, jf. SL § 147, stk. 1.

36. Se om »going concern» udførligt Jesper Seethassen, *Going concern i retlig perspektiv*, Ledelsens og revisors ansvar, 2011.

37. Jf. herved Jacob Lenz, Amalie Kjær Hassager og Lars Kierner, *Revisorsats*, 9. udg., 2021, kap. 4.2, specielt med henblik på culpabedømmelsen. Se herom videre ovenfor i teksten, afsnit 13.2.8. Om udviklingen i »god skikk-reglene» se videre bla.

vikling. Indholdet præciseres bl.a. gennem udarbejdelse af (danske og internationale) *erklæringsstandarder*. De nye danske standarder for udvidet gennemgang er udarbejdet af Erhvervsstyrelsen og FSR.

Ved revisionen af revisorloven i 2015 blev indholdet af god skik-kravet skæret. I lovens § 16, stk. 1, blev det således tilføjet, at revisor skal udvise *professionel skepsis* i forbindelse med lovpligtig revision, og i stk. 2 uddybes, hvad det indebærer at udvise professionel skepsis. Revisor skal være opmærksom på, om der kan forekomme omstændigheder, der kan indikere væsentlig fejlinformation i erklæringsemnet. Ved udførelse af revision skal revisor navnlig udvise professionel skepsis ved gennemgang af ledelsens ikke vedrørende dagsværdier og nedskrivning af aktiver, hensættelser og fremtidige pengestremme, der har betydning for den reviderede virksomheds mulighed for at fortsætte driften.

Revisionen skal godtgøre, at årsregnskabet er et адекват udtryk for kapitalselskabets økonomiske stilling. Revisor skal ikke vurdere de forretningsmæssige beslutninger, der har ført frem til det regnskabsmæssige resultat. Revision af kapitalselskaber omfatter ikke såkaldt »forvaltningsrevision«.

Revisors arbejde afsluttes med afgivelse af en *revisionspåtegning*, som attesterer det udførte arbejde jf. revisorlovens § 19, stk. 1.<sup>38</sup> Revisionspåtegningen afgives på regnskabet og når derved ud til alle regnskabslæsere. Hvis revisor ikke mener, han har haft de fornødne muligheder for at opstille et korrekt regnskab, eller der foreligger andre mangler, som medfører, at regnskabet ikke bør godkendes, skal han tage *forbehold* i påtegningen, jf. erklæringsbekendtgørelsens §§ 5 og 6 om pligt til at modificere konklusioner i revisorpåtegningen. Hvis ikke der er taget forbehold, udtrykte man tidligere dette således, at der var givet *blank påtegning*. Forbehold skal tages ikke alene vedrørende mangler, der er så alvorlige, at regnskabet ikke bør godkendes, men også vedrørende andre mangler, som medfører, at revisor ikke kan tage ansvaret for bestemte forhold vedrørende regnskabet eller oplysninger i dette. Er der taget forbehold, skal årsagen til forbeholdet medtages i erklæringen. Efter omstændighederne kan der være grund til at gøre regnskabslæsere opmærksomme på andre forhold vedrørende regnskabet, for at regnskabet kan

Gomard i Festschrift i anledning af FSR's 75-års jubilæum, 1987, p. 73 ff., samt Lars Bo Langsted i FSR's Responsomudvalgs jubilæumsskrift, 2000, p. 11 ff.

38. Se nærmere om revisionspåtegningen i erklæringsbekendtgørelsens kap. 2, § 3 og fulgende og Jacob Lenz, Annelie Kjær Hassager og Lars Kiertzner, Revisoransvar, 9. udg., 2021, kap. 1.

vurderes korrekt. Eksempelvis skal revisor fremhæve vigtige grunde ved om-problemer i sin påtegning, jf. bekendtgørelsens § 5, stk. 5.<sup>39</sup>

Efter omstændighederne kan der være grund til at give yderligere oplysninger, f.eks. om en usædvanlig regnskabspost. Sådanne oplysninger kan gives i form af supplerende oplysninger, jf. erklæringbekendtgørelsens § 7.

Revisor skal særligt oplyse, om han ved sin revision har fundet, at der foreligger forhold, som kan medføre ansvar for ledelsen, jf. bekendtgørelsens § 7, stk. 2. Der tænkes her på såvel et strafferetligt som et ersatningsretligt ansvar. Det er ikke helt afgivet, hvor vidigende denne forpligtelse er. På den ene side må alle forhold, som vil kunne påvirke bedømmelser af kapitalsekskabets (økonomiske) forhold, fremdrages, således at regnskabsleserne får et korrekt billede af kapitalsekskabet; på den anden side er det ikke meningen, at revisor skal give udtryk for rene formodninger eller begive sig ind i tvivlsomme og juridisk komplicerede bedømmelser af eventuelle ansvarspergament. Under alle omstændigheder skal revisor ikke tage juridisk stilling i påtegningen, men (blot) anføre de forhold, der med bekendtgørelsens ord kan medføre, at nogen kan ifalde ersatnings- eller strafansvar.<sup>40</sup>

Formålet med de supplerende oplysninger er at give regnskabsleserne god information om regnskabets pålidelighed. Samme synspunkt antages også vedrørende revisors kontrol af, om der foreligger besvigeiser og andre uregelmæssigheder, jf. nedenfor i punkt 13.2.8. Revisor har således en vis pligt til at rapportere til offentligheden, såfremt der foreligger kriminalitet, der kan påvirke regnskabets troværdighed. En mere almindelig anmeldelsespligt vedrørende økonomisk kriminalitet er gennemført i den svenske ABL 9 kap., 42-44 §§, og er med inspiration i de svenske regler også gennemført i den danske revisorlovs § 22, stk. 1-4 og forordningens artikel 7. Disse bestemmelser sondrer mellem tilfælde, hvor revisor har en betinget henholdsvis en ubetinget anmeldelsespligt. Den betingede anmeldelsespligt indebærer, at revisor først skal underrette hvert enkelt medlem af ledelsen om, at en eller flere medlemmer af ledelsen begår eller har begået økonomiske forbrydelser vedrørende betydelige belab eller i øvrigt af grov karakter. Anmeldelse til Statsadvokaten for Sacril Økonomisk og International Kriminalitet skal ske, hvis ledelsen herefter ikke standser eller retter op på forholdet. Det sidste er tilfældet, hvis revisor finder, at en underretning til selskabets ledelse om det på-

39. H. herved nærmere Jesper Soehausen a.s.t. p. 441 f.

40. H. herved Peter Krogslund Jensen m.fl., Revisorloven p. 234 f og 268 f samt Jacob Lenz, Amalie Kjær Hæsager og Lars Kiertzner, Revisoransvar, 9. udg., 2021, kap. 1. Se i det hele om revisors rapporteringspligter Lars Kiertzners bog Når revisorer slادرer – særlige rapporteringspligter, 2018.

gældende forhold er uegnet til at forhindre fortsat kriminalitet.<sup>41</sup> En særlig skueværdighed har det, at revisor er omfattet af pligterne til at rapportere om hvidvask og finansiering af terrorisme efter hvidvaskloven.

Forbehold i påtegningen begrænser de forventninger, regnskabsleseren kan have til regnskabets pålidelighed. I en tidligere formulering af LSR § 12 ansættes det således, at en blank påtegning er udtryk for, at regnskabet er revideret af den pågældende, og at det er rigtigt opstillet på grundlag af bogføringen og opgjort under omhyggelig hensyntagen til bestående værdier, rettigheder og forpligtelser og i overensstemmelse med lovgivningens krav til regnskabsaflæggelsen. Dette gælder stadig, jf. i det hele erkläringeskendt, gørelsens § 6 om revisors pligt til at modificere påtegningens konklusion. Kreditgivere legger sædvanligvis stor vægt på, at der foreligger en blank påtegning.

Forbehold er nødvendige over for regnskabslesere, som skal disponere på grundlag af regnskabet, se eksempelvis forholder i U 1974.1005 H. Forbehold udgør imidlertid også revisors mulighed for at fraskrive sig det juridiske ansvar for regnskabet. Hvis der er afgivet blank påtegning, og der er fejl i regnskabet, som revisor burde have opdaget, medfører dette i almindelighed erstatningsansvar, jf. SL § 361, stk. 3, og dommene i U 1982.595 Ø samt U 1982.1062 Ø sml. dog herved dommene i U 1977.811 Ø og U 1978.653 H.<sup>42</sup>

Hvis kapitalsekskabet er underlagt revision, skal revisor for virksomheder af offentlig interesse<sup>43</sup> føre en *revisionsprotokol* om sit arbejde og om evt. mangler vedrørende kapitalsekskabets bogholderi og regnskabsvæsen, som revisor opdager i forbindelse med revisionen, jf. revisorlovens § 20 og forordningens artikel 11. Revisionsprotokollen forelægges kun for bestyrelsen eller tilsynsrådet og et eventuelt revisionsudvalg, jf. straks nedenfor, og er derfor uegnet som meddelelsesmiddel til regnskabslesere. Forbehold kan

41. Se om de svenske regler Rolf Skog i NTS 1999:1 p. 62 f. Se tillige Lars Kiertzner, Når revisorer «sladrer» – særlige rapporteringspligter, 2018, p. 151 f. om grovere formueforbrydelser og p. 91 f. om rapportering af hvidvask og finansiering af terrorisme efter hvidvaskloven samt Jacob Lenz, Amalie Kjaer Hassager og Lars Kiertzner, Revisoransvar, 9. udg., 2021, p. 437 f.
42. Jf. herved nærmest Jacob Lenz, Amalie Kjaer Hassager og Lars Kiertzner, Revisoransvar, 9. udg., 2021, p. 371 f.
43. Den hidtil gældende bestemmelse i revisorlovens § 20 indeholdt et krav om, at revisor skulle føre en revisionsprotokol. Dette krav gælder fremover kun for virksomheder af offentlig interesse. Revisor vil imidlertid fortsat have pligt til at give den reviderede virksomheds ledelse en række informationer om revisionen ifølge en nekke internationale revisionsstandarder.

derfor ikke fremgå af revisionsprotokollen, men må placeres i påtegningen, jf. erklæringsbekendtgørelsens § 6, stk. 3. Revisionsprotokollen skal forelegges i et hvert bestyrelsesmode. Enhver protokoltilførsel skal underskrives af samme bestyrelsesmedlemmer, jf. SL § 129. At dette sker, skal påsies af revisor, jf. SL § 147, stk. 2, og ovenfor.

Den lovpægtige revision omfatter kun årsrapporten og dennes bestanddele. Kapitalsekskabets interne regnskaber, skatteregnskaber, statslige sejlskabers og børsnoteerde sejlskabers halvårsrapport er ikke undergivet lovpægtig revision. Ofte histår revisor efter aftale med opstilling af sådanne regnskaber. Revisorlæserne en højere grad af tillid til det pågældende materiale. Revisorlæserne § 16, stk. 1, opstiller for revisors arbejde generelt standarden god revisorskik. God revisorskik er som nævnt en grundlæggende norm, der dækker specialnormerne god revisionsskik, god regnskabsskik, god budgetsik m.v.

I nogle tilfælde er revisors arbejde for kapitalsekskabet udelukkende bestemt til kapitalsekskabets interne brug. Sådanne interne arbejder falder uden for revisorlovens regulering, jf. § 1, stk. 2 og 3. Sædvanligvis må revisor imidlertid påregne, at regnskaber, erklæringer, rapporter m.v. vil kunne blive brugt i forhold til omverdenen. Revisorlæserne på ikke-reviderede regnskaber giver ikke samme sikkerhed som en egentlig revision. Der er, som overskriften til erklæringsbekendtgørelsens § 12 udtrykker det, kun tale om en gennemgang (review) af regnskabet, og formålet er, at revisor kan erklære sig med begrænset grad af sikkerhed om regnskabet og ikke som ved revision med en høj grad af sikkerhed. Sondringen mellem revision og review er blevet meget relevant efter lempelsen af revisionspligtien for små virksomheder, jf. straks nedenfor. Revisorlovens § 16, stk. 1, fastsætter også i disse tilfælde, at revisor må betragtes som offentlighedens tilidsrepræsentant. Dette indebærer, at de pågældende regnskaber m.v. må forsynes med de nødvendige forbehold og supplerende oplysninger, således at regnskabslæserne ikke vildledes. Er erklæringen eller rapporten kun til intern brug, bør dette således fremgå af selve erklæringen eller rapporten.

De nærmere krav til erklæringer om udvidet gennemgang af regnskaber og review samt andre erklæringer med sikkerhed fremgår af erklæringsbekendtgørelsens § 9 og følgende, jf. også ISRE 2410 DK om Review af regnskaber.<sup>44</sup>

44. Jf. om revisors erklæringer og rapporter og øvrige arbejder til henvigiverens eget brug Jacob Lenz, Amalie Kjær Hassager og Lars Kierzner, Revisoransvar, 9. udg., 2021, kap. 1, og om den ansvarsrettslige betydning Jacob Lenz m.fl. summe sted kap. 4.

### 13.2.6. Lempelse af revisionspligten for mindre virksomheder

Et hovedelement i regeringens forenklingsreform i 2006 var at tempe revisionspligten for små selskaber. Grænserne for, hvad der betragtes som små selskaber, blev forhøjet i 2010 til de nedenfor angivne tal. En yderligere lempelse af reglene blev gennemført ved en lovændring i 2012. De talmessige grænser er uændrede, men fremover kan også »holdingselskaber«, dvs. både moderselskaber og holdingfonde, fravælge revision, hvis holdingvirksomheden og de underliggende virksomheder tilsammen ikke overskider de anførte grænser. Samtidig blev der dog strammet lidt op på undtagelsesreglerne vedrørende fravælg af revisor.

En vigtig lempelse er desuden, at selskaber i regnskabsklasse B som alternativ til revision kan vælge såkaldt *udvalgt gennemgang*, jf. herom nærmere nedenfor.

Tidligere har alle selskaber som nævnt været undergivet revisionspligt. Etter lovændringen begrænser revisionspligten for de mindste klasse B-virksomheder, nemlig selskaber, som i to på hinanden følgende regnskabsår ikke overskider to af tre hovedtal: balancesum 4 mio. kr., nettoomsætning 8 mio. kr. og antal ansatte 12, jf. ARL § 135. Denne afgrenzung fritager ifølge forarbejderne ca. 75.000 virksomheder fra revisionspligt.

Lempelsen af revisionspligten betyder ikke nødvendigvis, at de undtagne virksomheders årsrapporter faktisk ikke bliver revideret. Hovedideen i forenklingen er, at den enkelte virksomhed selv kan vælge eller fravælge ud fra forretningsmessige overvejelser, herunder evt. krav fra pengeinstitutter og forretningsforbindelser.

Et kapitalselskab skal således enten allerede i kapitalselskabets stiftelsesdokument eller ved en senere ordinarie eller ekstraordinær generalforsamling beslutte, om årsrapporten for de kommende regnskabsår ikke skal revideres, jf. SL § 88. Et kapitalselskab kan ikke fravælge revision vedrørende den årsrapport, der er til behandling på en generalforsamling – og dermed undgå eventuelle kritiske bemerkninger eller forbøld i revisors påtegning.

Der er en risiko for, at lempelsen af revisionspligten kan føre til misbrug. Med henblik på imødegåelse af en sådan risiko understreger forarbejderne, at det er den øverste ledelses ansvar at lede selskabet forsvarligt og herunder udarbejde korrekte årsrapporter, jf. SL §§ 115 og 116. Dette blev selskabstetligt understreget ved, at den daværende anpartsselskabslov genindførte erstatningsregler svarende til den tidligere aktieselskabslov. Endvidere blev der indført adgang til også at foretage granskning i anpartsselskaber. Se om granskning nærmere nedenfor i afsnit 13.3.

Hvis et kapitalselskab, andre, der har bestemmende indflydelse over selskabet, eller et koncernselskab har demonstreret manglende evne eller vilje til

at overholde selskabs-, regnskabs- eller skatte- og afgiftslovgivningen ved at acceptere et badesforlæg eller er domfældt for overtrædelse af selskabslovgivningen, regnskabslovgivningen eller skatte- og afgiftslovgivningen, skal selskabets regnskaber fra de følgende 3 regnskabsår revideres, jf. ARL § 135, stk. 6. Ligeledes kan Erhvervsstyrelsen efter § 135, stk. 7, beslutte, at kapital-selskabets årsrapport skal revideres, hvis styrelsen har konstateret væsentlige mangler i forhold til selskabslovgivningen eller regnskabslovgivningen. En væsentlig mangel kan f.eks. bestå i, at der er ydet betydelige eller genstigende løn til kapitalejere uden at iagttagte betingelserne i § 210, stk. 2.

Årsregnskabslovens lempelse af revisionspligten har nødvendiggjort en lang række konsekvensændringer i selskabsloven. Det har været nødvendigt at gennemgå alle de regler, der indeholder pligter og rettigheder for revisor. Loven kan således ikke pålægge revisor en pligt, hvor der slet ikke er en revisor. I en del tilfælde er dette loveteknisk klaret ved at ændre bestemmelserna formuleret til »en eventuel revisor«, således f.eks. SL §§ 10, 39, 220, 231, 250, stk. 6, 268, stk. 6, 287, stk. 3, 307, stk. 3, og 335, stk. 6. Udtrykket »en eventuel revisor« dækker både over de tilfælde, hvor der er pligtmæssig revision, og hvor revision gennemføres frivilligt, dvs. ikke er fravalgt.

Blandt konsekvensændringerne i ARL er ændringen i revisorlovens § 20 om begrænsningen i pligten til at føre en revisionsprotokol, jf. ovenfor. Alledelede selskabsretlige konsekvenser heraf er, at revisionsprotokollen ikke kan fremlagges og underskrives på bestyrelsens møder, hvis en sådan protokol slet ikke føres. Er der ikke valgt en revisor, kan revisor heller ikke kontrollere, om kapitalselskabet overholder sine pligter til at udarbejde foreningsordenen og til at oprette og føre bøger, fortegnelser og protokoller m.v., jf. SL § 147.

I visse tilfælde er selskabsloven udvidet, således at reglerne også gælder for ikke-reviderende revisorer. Da nogle kapitalselskaber vil vælge en revisorbistand, der resulterer i erklæring af anden art end en revisionspliegtning, bestemmer SL § 133, at kapitalselskabet i alle tilfælde, hvor der er valgt en revisor, som skal erklære sig om kapitalselskabets forhold, skal give revisor de fornødne oplysninger om kapitalselskabet og give revisor adgang til at fortage de undersegelser, som revisor finder fornødne. På samme måde bestemmer SL § 144, stk. 6, generelt, at hvis en revisor skal erklære sig om et kapitalselskabs forhold, er revisor underlagt de rettigheder og pligter, som følger af selskabsloven, medmindre der konkret sondres mellem generalforsamlingsvalgte revisorer, der er valgt til at revidere årsregnskabet, og andre revisorer. Dette gør SL § 144, stk. 1, hvorefter generalforsamlingen skal vælge revisor, hvis denne skal foretage revision af årsrapporten. Skal der kun foretages review eller andet arbejde, der afsluttes med en erklæring på årsrap-

porten, eller hvis der skal foretages revision eller andet arbejde, der afsluttes med en erklæring på andre dokumenter end årsrapporten – f.eks. en mellembalance ved udloftning af ekstraordinær udbytte, jf. SL § 183, stk. 4 – er det ikke et krav, at revisor skal vige på generalforsamlingen.

Efter de tidligere regler skulle den nævnte mellembalance, ligesom en række andre selskabsretlige dokumenter, være revideret. Udbytte kan nu ske på grundlag af en godkendt årsrapport, og mellembalance skal kun være gennemgået af revisor, hvis selskabets årsrapport er omfattet af revisionspligt.

Virksomheder i regnskabsklasse B kan fremover som udgangspunkt vige at lade »revisionen« udføre efter Erhvervsstyrelsens erklæringsstandard om udvidet gennemgang af årsregnskaber, jf. ARL § 135, stk. 1. At »revisionen« står i parentes, indikerer på den ene side, at der ikke udføres sædvanlig revision, men på den anden side at selskabsloven sidestiller gennemgangen med revision. Dette indebærer bl.a., at den revisor, der udfører udvidet gennemgang, lovgivningsmæssigt sidestilles med en revisor, der er valgt til at udføre revision.

### 13.2.7. Revisionsudvalg

Som nævnt foran i kap. 9 har der i en årrække været en udvikling i retning af, at bestyrelsen benytter forskellige udvalg til at varetage særlige funktioner. Med revisorloven af 2008 blev det obligatorisk for selskaber, der har værdipapirer optaget til handel på et regulert marked i et EU/EØS-land, at etablere et revisionsudvalg. Bestemmelsen om revisionsudvalg blev nyformuleret ved ændringsloven i 2015. Revisorlovens § 31 bestemmer, at virksomheder af interesse for offentligheden skal etablere revisionsudvalg. § 31, stk. 3, beskriver revisionsudvalgets opgaver. De er at 1) underrette selskabets ledelse om resultatet af den lovplichtige revision, 2) overvåge regnskabsaflæggelsesprocessen, 3) overvåge, om virksomhedens interne kontrolsystem, eventuelle interne revision og risikostyringssystemer fungerer effektivt, 4) overvåge den lovplichtige revision af årsregnskabet m.v. og 5) overvåge og kontrollere revisors uafhængighed, herunder særlig leveringen af andre ydelser end revision til virksomheden. 6) Endelig skal revisionsudvalget give en indstilling vedrørende valg af revisor.

§ 31, stk. 1, stiller krav til sammensætningen af revisionsudvalget. Medlemmerne må ikke indgå i direktionen, og flertallet af udvalgets medlemmer skal være uafhængig af selskabet og have kvalifikationer inden for regnskabsvæsen eller revision. Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3.4.3 supplerer revisorlovens bestemmelse med nærmere anbefalinger om revisionsudvalgets sammensætning og arbejdsopgaver.

§ 31, stk. 5, angiver en række tilfælde, hvor revisornudvalgets funktion ikke udkøres af det samlede overste ledelsesorgan. Det foreudsætter, enten at medlemmerne af det overste ledelsesorgan er uafhengige og har kvalifikationer inden for regnskabsvæsen eller revision, eller at det drejer sig om virksomheder af begrænset størrelse.

### 13.2.8. Revisoransvar

Kravet om iagttagelse af god revisorskik knytter sig tæt til reglen om revisors erstatningsansvar i SL § 361, stk. 2.<sup>45</sup> Revisorer, der ikke udfører deres arbejde på en rimelig og forsvarlig måde, bliver erstatningsansvarlige. Selvskabslovens erstatningsregel er en lovfestelse af den almindelige erstatningsregel i dansk ret, den såkaldte *culporegeln*. Revisorloven har ikke udtrykkelige erstatningsregler, men revisorlovens almindelige beskrivelse af revisors stilling og forpligtelser har selvagt afgørende betydning for erstatningsansvaret. De seneste ændringer i revisorlovene og årsregnskabslovene er udtryk for en klar tendens til opstramning af de faglige krav til revisor. Tendensen i lovgivningen indicerer en tilsvarende tendens i udviklingen omkring erstatningsansvaret.

Revisors erstatningsansvar betegnes sædvanligvis som et *professionsansvar*. Professionsansvaret er en speciel variant af dansk rets almindelige erstatningsregel.<sup>46</sup>

Et fællestrek ved professionsansvaret er, at bedemningen sker efter en speciel faglig målestok, en normativ opfattelse af den omhu og faglige dygtighed, som man med rimelighed kan forlange af fagets udøvere.

I ansvarsmaessig henseende er udtalt, at overholdelse af standarden god revisorskik er afgørende for, om erstatningsansvar pådrages, jf. Højesterets udtalelse i U 1978.653 H, jf. ligeledes U 2008.1604. Oplysninger om standardens indhold hentes sædvanligvis hos FSR's *responsumudvalg*.<sup>47</sup> Domstolene har næsten undtagelsesfrit fulgt responsumudvalgets opfattelse.

45. Se om revisors erstatningsansvar nærmere Jacob Lenz, *Amalie Kjær Haasager* og Lars Kiærner, *Revisoransvar*, 9. udg., 2021, kap. 4, Søren Halling-Ovsgaard, *Revisors erstatnings- og disciplinæransvar*, 4. udg., 2014, og Morten Samuelsen og Kjeld Søgaard, *Rådgiveransvaret*, 1993, kap. 5, Lars Bo Langsted, *Rådgivning*, 2004, og om erstatningsansvaret i almindelighed nedenfor i kap. 14.

46. Jf. herved *Hø vor Eyben* og *Heile Isager*, *Lærebog i erstatningret*, 9. udg., 2019, p. 125 f. ff. også Lars Bo Langsted i Festskrift til Erik Werlauff, 2012, p. 251 f.

47. De i tidens løb afgivne responsa kan findes i FSR's responsum-arkiv på [http://www.fsr.dk/Faglige\\_informationer/Responsa/Responsa%20arkiv](http://www.fsr.dk/Faglige_informationer/Responsa/Responsa%20arkiv). Se om responsumudvalgets udvikling og arbejde i det hele FSR's Responsumudvalgs 75 års Jubilæumseskift, 2000.

Revisorlovens § 16, stk. 1, 2. pkt., formulerer kravene til revisor således, at revisorer skal udføre deres hverv i overensstemmelse med god revisorskik, herunder udvise den nøjagtighed og hurtighed, som opgavernes beskaffenhed tillader. Den tidligere revisorlov nævnte også, at der skulle udvises normen, hvilket krav ligger tæt op ad sædvanlig erstatningsretlig sproghug. Kravet om, at der skal udvises omhu, nævnes imidlertid i § 16, stk. 1, 3. pkt., sammen med en række yderligere elementer, der desuden indgår i standarden for god revisorskik. Disse krav – om professionel skepsis, integritet, objektivitet, fortrolighed, professionel adfieri, professionel kompetence – vil indgå i en erstatningsretlig vurdering. Nyt er tilføjelsen i 2015 om professionel skepsis i § 16, stk. 1, og nærmere i § 16, stk. 2, jf. herom foran.

Ved fastsættelsen af kravene til revisorarbejde må der i øvrigt være en balance mellem kravet til kvalitet i revisors arbejde og hensynet til de omkøbninger, som er forbundet med revision.

Revisor kan blive erstatningsansvarlig både over for klienten (selskaber) og over for tredjemand, som disponerer i tillid til revisors arbejde. Det sidste er fast antaget i domspraksis og fremgår nu også klart af revisorlovens karakteristik af revisor som offentlighedens tillidsrepræsentant.

Kravet om overholdelse af god revisorskik gælder kun vedrørende opgaver, der omfattes af revisorlovens § 1, stk. 2, altså ved erklæringer med sikkerhed. I forhold til erklæringer uden sikkerhed efter lovens § 1, stk. 3, gælder alene, at revisor skal udvise *professionel kompetence og forneden omhu* ved udførelse af disse opgaver, jf. § 16, stk. 3. Ved opgaver helt uden for revisorloven, f.eks. rådgivningsmæssige og konsulentopgaver, vil kravene være de samme, som stilles til andre udbydere af tilsvarende ydelser. Eksempelvis de professionelle normer, der gælder for advokaters arbejde.

Domspraksis vedrørende revisors erstatningsansvar er ikke overvældende. Tendensen er dog, at antallet af sager stiger. Gennemsnitligt offentliggøres 1-2 domme årligt i UfR. Siden 1994 er yderligere et antal domme offentliggjort i *Forsikrings- og Erstatningsretlig domssamling* (FED).<sup>48</sup> Et betydeligt større antal erstatningssager afgøres på forsikringsmæssig basis. Revisorer skal efter Revisorlovens § 3, stk. 1, nr. 6, stk. 2, være forsikret

48. I de seneste år er et større antal selskabstommersager dog afgjort. En del af disse sager omfatter også spørgsmål om revisoransvar. I adskillige tilfælde er revisor ansat erstatningsansvarlig for uforsvarlig rådgivning. Se fra praksis f.eks. U 2002.582 H og U 2003.1519 H, hvor såvel sælger som sælgers advokat, sælgers revisor og de involverede pengeinstitutter anses ansvarlige med en indbyndes fordeling efter de principper, der blev fastlagt i U 2000.365 H (Thoms-sagen). Se om rådgiveransvaret i selskabstommersager også foran i kap. 8.5.4.

mod økonomiske krav, som måtte følge af udførelsen af de opgaver, der omfattes af lovens § 1, stk. 2 og 3. Revisorlovens bestemmelser angiver ikke nærmere, hvilke forsikringer der skal tegnes eller disse forsikringer nærmere omfang eller tidsmessige udstrækning. Regler herom er fastsat i bekendtgørelsen om garantistilling og ansvarsforsikring, jf. forest i note 29. Der skal tegnes en garantiforsikring eller stilles garanti for mulige erstatningskrav, ligesom revisorerne skal tegne en ansvarsforsikring, jf. nærmere bekendtgørelsen. På frivillig basis vil revisoren sædvanligvis tegne forsikringer med højere dækningssummer samt supplerende forsikringer, der dækker ansvaret for opgaver uden for revisorlovens område.

De fleste ansvarssager har hidtil vedrørt den egentlige revision. En vigtig eksempelgruppe er sager vedrørende besvigelser. Vurderingen af revisors ansvar for besvigelser begyndte med de to klassiske afgørelser i U 1951.960 H og U 1955.56 H. Den herskende opfattelse er i dag, at det ikke er revisionens hovedopgave at afdække besvigelser, men forekomsten af besvigelser kan selvsagt påvirke regnskabets troværdighed, og revisor skal derfor foretage sådanne revisionshandlinger, som er egnede til at modvirke risiko for fremtidige besvigelser og afdække allerede begåede.<sup>49</sup> Revisor må bl.a. fokusere på, om den interne kontrol er på et rimeligt niveau, jf. således U 2003.250 H, hvor Højesteret fastslag, at revisor burde have gennemgået den interne kontrol med udbetalte lønninger, hvorved en bogholders besvigelser kunne være afdækket.

Kapitalselskabet skal have en betryggende intern kontrol, jf. SL § 118, stk. 2. Den interne kontrol kan udføres af kapitalselskabets revisor, af kapitalselskabet selv eller af andre. Revisor må imidlertid sikre sig, at der er et fungerende bogholderi og kontrolsystem, jf. således U 2006.1753 H.

Adskillige sager handler om revisors gennemgang af *debitorer*, *varebeholdninger*, *igangværende arbejder* m.m. Det er selvsagt afgørende for et regnskabs pålidelighed, at samtlige aktiver er med, og at vurderingerne er korrekte. Se hertil bl.a. sagerne i U 1955.905 Ø (en banks debitorer) U 1969.782 Ø (straffesag, varelagre), U 1982.595 H (igangværende arbejder), U 1982.1062 Ø (igangværende arbejder, debitorer, varelager),

49. Pligten til at være opmærksom på besvigelser blev understreget ved udarbejdelse af Revisionsvejledning 21, Besvigelser, marts 1999. Denne vejledning blev erstattet af ISA 240, der angiver retningslinjer for revisionen, med henblik på at revisor kan tage stilling til forhold, som kan have indflydelse på konklusionen på regnskabet. Kravet om at udvise professionel skepsis indebærer bl.a., at revisor skal være opmærksom på forhold, der kan være tegn på mulige tilfælde af besvigelser, jf. bemærkningerne til L 146 p. 39.

## Kapitel 13. Regnskab og revision

U 2001.781 II (udestående fordringer) og U 2015.2075 II (værelager og tilgodehavender).

Det er et fundamentalt krav til regnskabet, at *somtige forpligtelser* er med. De to frifindende domme U 1977.811 Ø og U 1978.653 II (kautionsforpligtelser) er overhalet af den senere udvikling.<sup>10</sup> jf. således de senere domme i FED 1998.124 V og FED 1997.1793 V.

Revisor kan på aftalebasis påtage sig opgaver for kapitalcelskabet, f.eks. i forbindelse med rekonstruktioner, generationsskifte, omstruktureringer og borsintroduktioner. Typisk omfatter revisorarbejde i de nævnte eksempler også skatterådgivning. Den erstatningsretlige ansvarsbedømmelse må i disse tilfælde tage udgangspunkt i, hvilken opgave revisor har påtaget sig. Se således U 2008.2880 II, hvor en revisor, der bistod ved udarbejdelse af selvangivelser m.m. ikke ansås erstatningsansvarlig for manglende kontrol for besvigelser. Se også U 2007.422 H om revisors tilsyn med et factoring-arrangement. Der er en voksende retspraksis på disse områder. Se om prospektansvar bl.a. den frifindende dom i Hafnia-sagen U 2002.2067 H (i dommen om prospektansvar i Bank Trelleborg-sagen U 2013.1107 H var revisor ikke sagsægt), om skatterådgivning bl.a. U 1997.842 H og U 2003.2084 H, U 2003.2102 H og U 2007.1104 H, om rådgivning i forbindelse med selskabsomdannelse U 2006.2039 H (frifindelse) og om ansvar i forbindelse med salg af et selskab U 2006.2232 H (frifindelse). Egentlige fejl ved opstilling af regnskaber eller forkerte beregninger, der kan henføres til revisor, er ansvarspladragende. Se eksempelvis U 2000.521 H (regnfejl), U 2017.753 V (revisor tog ved en fejl ikke hensyn til en renteswap) og U 2019.985 V (revisor havde fejlagtigt antaget, at en virksomhed var momspligtig).

En betingelse for erstatningsansvar er, at alle de sædvanlige erstatningsværtige betingelser er opfyldt. Der må foreligge *årsagsforbindelse* mellem den mangelfulde indsats fra revisor og det lidte tab. I typiske tilfælde fremkommer et tab ved, at en kreditgiver disponerer på grundlag af kendskab til et (ukorrekt) regnskab. Ifølge domspraksis er årsagsbetingelsen opfyldt, såfremt det må antages, at kredit ikke ville være ydet, hvis der havde forelagt et rigtigt regnskab, jf. Højesterets formulering i U 1982.595 H. Se herved også U 2014.1346 H, hvor der var begået fejl, men hvor Højesteret ikke fandt, at der var årsagsforbindelse mellem de begåede fejl, de påståede tab og den tilstede kredit. Manglende årsagsforbindelse var også begrundelsen for frifindelsen af revisor i U 2015.2075 H (Memory Card), hvor Højesteret fandt, at

<sup>10</sup> Jf. om dommene Paul Kriger Andersen i RR 1979 p. 193.

der børde være taget forbehold for vurdiansættelsen af varelaget og af et tilgængelighedsansvar.

Revisor er ansvarlig for det tab, der må anses at være en følge af revisors fejl og forsommelser, sml. herved U 1996.200 H vedrørende ansvar for pengeinstitutters fejl.<sup>51</sup> Tabet kan omfatte den kredit, der er ydet, hvis krediten ikke fremstilles af en kreditor. I forhold til kapitalselskabet kan der eksempelvis være tale om erstatning for positive udgifter, som er en følge af den mangefulde revisorarbejde. Sagsøgeren har som udgangspunkt bevisbyrden for, at der er lidt et tab, jf. således U 2002.496 H. I U 2000.571 H findt Højesteret, at grovheden af revisors fejl begrundede en lømpelse af beviskravene til tabets størrelse.

Der er ikke i gældende dansk ret begrænsninger med hensyn til erstatningskravets størrelse. En række lande har derimod på basis af en EU-henstilling indfört begrænsninger, som f.eks. maksimerer erstatningskrav til et antal gange revisors honorar.

Såvel kapitalselskabet som tredjemand er undergivet de begrænsninger i erstatningsansvaret, som følger af principperne om *egen skyld eller medvirken*. Se således fra nyere praksis U 2001.1516 H og U 2003.2505 H. De mangler i bogføringen og den interne kontrol, som revisor har peget på, men som kapitalselskabet mod revisors henstilling negligerer, medfører ikke ansvar i forhold til kapitalselskabet. I forhold til kapitalselskabet kan revisor bemærke sine henstillinger og bemærkninger direkte til selskabets ledelse eller i revisionsprotokollen, hvis en sådan føres. I forhold til omverdenen skal han, for at undgå ansvar, tage de nødvendige forbehold i revisionsplæning, benholdsvis i erklæringen om sit arbejde.

Kreditgivere har et selvstændigt ansvar for at vurdere kapitalselskabets kreditverdighed. De bør foretage rimelige og efter engagementets størrelse og karakter sædvanlige undersøgelser. Hertil hører også, at de indhenter *aktuelle regnskaber* og ikke lader sig holde hen af snak og undskyldninger om, at det seneste regnskab »kommer en af de nærmeste dage« o.lign., jf. herved U 1982.595 H, hvor erstatningen blev nedsat skønsmæssigt, fordi den pågældende kreditor på et vist tidspunkt burde have afslique af forlænge kreditten, jf. herved også U 1997.697 H.

Mange kapitalselskaber har to eller evt. flere revisorer. Er dette tilfældet, skal der dog ikke udføres dobbeltarbejde. Revisorerne kan foretage en formulært arbejdsdeling, men hver enkelt revisor må dog have så megen indsigt i ar-

SL Dommen er kommenteret i U 1996B, p. 199, jf. heri og Morten Wegener i JUR 1995 p. 60 f. og Lars Bo Langsted i JUR 1995 p. 76 f.

bejdet, at han har grund til at støle på, at de øvrige udfører deres arbejde fejlsvaligt, jf. således responsumsag nr. 321. Er et moderselskabs revisor ikke samtidig revisor i et datterselskab, er moderselskabets revisor i et vist omfang også ansvarlig for anvendelsen af den anden revisors arbejde, jf. herved responsum nr. 1044. De enkelte revisors arbejde bedømmes individuelt. Følgelig denne bedømmelse til, at flere er ansvarlige, hvæfter de efter almindeligt er statningsregler solidarisk.

Er et revisionsselskab valgt til revisor, er både revisionsselskabet som afdant og det revisor, hvem revisionen er overdraget, ersatningsansvarlig, jf. SL § 361, stk. 3.

### 13.3. Granskning

Selskabsloven indeholder i §§ 150-152 bestemmelser om granskning, dvs. undersøgelse og beskrivelse af forhold vedrørende kapitalseksikabets stiftelse eller af nærmere angivne forhold vedrørende kapitalseksikabets forvaltning etc. af visse regnskaber.

Granskning kan iværksættes med henblik på at afklare, om der er grundlag for at drage stiftere eller ledelsen til ansvar eller f.eks. for at undersøge baggrunden for en negativ udvikling i kapitalseksikabet.

Bestemmelsen om granskning er udtryk for et ønske om at udvide minoritetetsbeskyttelsen, men granskning kan også vedtages af flertallet på en generalforsamling. Generalforsamlingen vælger i så fald granskingsmænd (ene).<sup>52</sup>

Mindretalsbeskyttelsen ligger i bestemmelsens stk. 2, hvorefter en minoritet på 25 pct. af selskabskapitalen ved at tilslutte sig et forslag om granskning kan give en kapitalejer mulighed for at anmode skifleretten om at udnevne granskingsmænd. Formålet med granskningsinstituttet er at give mindretallet et instrument, som mindretallet kan bruge til at beskytte sine interesser. Et mindretal vil imidlertid også kunne misbruge et sådant instrument, hvis det kan bruges som pressionsmiddel eller til at chikanere kapitalseksikabets ledelse eller kapitalejerflertallet. Derfor har mindretallet ikke en ubetinget ret til at få gennemført en granskning eller til at udpege granskingsmændene. Skifleretten skal censurere modtagne anmodninger. De skal kun tages til følge, hvis

52. Jf. kritisk henstil Gomard, Aktieselskabets, 1970, p. 119, som påpeger, at flertallet derved kan tage brodden af mindretallets ret.

de er tilstrækkeligt begrundede. Det kræves, at anmodningen giver en nærliggende beskrivelse af de forhold, der skal være genstand for granskningen.

Granskningen skal angå »nærmere angivne forhold vedrørende selskabets forvaltning«, jf. SL § 150, stk. 1. Kapitalejernes forslag må således angive et granskningsstema, som er grundlag for anmodningen til skifteretten, jf. afd. des U 1985.536 H. I U 2007.2530 H fandt retten ikke, at det var tilstrækkeligt konkretiseret, hvilket forhold granskningen skulle angå. At en manglende konkretisering af granskningsopgaverne fører til, at der ikke er fornadent grundlag for at imødekomme en anmodning om granskning, følger også vedrørende betalingsoversætninger mellem selskabet SAS og PAPSw. Domstolene har i et enkelt tilfælde haft lejlighed til at tage stilling til, hvad det vil sige, at forholdet skal »vedrøre selskabets forvaltning«. I U 1989.647 Ø udtales landsretten, at aktiehandler mellem aktionærerne ikke kunne anses for omfanget af de dispositioner, der kan være genstand for granskning. Derimod kunne der principielt ske granskning vedrørende bestyrelsens medvirken til, at et udenlandsk selskab udvidede sin aktiebeholdning i selskabet.

Skifteretten skal som nævnt sikre, at ubegrundede anmodninger om granskning ikke tages til følge. Det kræves, at der er forhold, der tyder på, at f.eks. minoritetens rettigheder kan være tilsidesat, eller at der i øvrigt er en vis baggrund for anmodningen i et hensyn til minoriteten, f.eks. derved at de nægtet oplysninger vedrørende kapitalselskabets forhold. Hensyn må også tages til flertallets og kapitalselskabets interesser. Granskning må således medføre usikkerhed og forstyrrelser af et kapitalselskabs forretningsmæssige forhold. I et borsnoteret selskab vil en begæring om granskning kunne påvirke kurset negativt. Selskabet skal sende en børsmeddelelse om resultatet af en granskning, jf. herved Københavns Fondsbars »Afgørelser og udtalelser«, 1998, nr. 1.37, om en revisorrapport, som selskabet havde fået udarbejdet. Formontlig skal en børsmeddelelse også sendes, når skifteretten godkender en granskningsbegæring, og i almindelighed også allerede når minoriteten på generalforsamlingen begører granskning.

Domstolene har hidtil været relativt nejeregnende med, hvorvidt de ovenfor nævnte betingelser måtte anses for opfyldt. I U 1989.647 Ø udtales landsretten således, at det måtte påhvile den begærende at sandsynliggøre, at der fortsat manglerde så væsentlige oplysninger, at det ekstraordinære retsmiddel granskning burde bringes i anvendelse. Da aktionæren ikke havde løftet denne bevisbyrde, blev begæringen ikke taget til følge. U 1985.536 H tog tilsvarende kun granskingsbegæringen til følge for visse af de ønskede punkter. Hvis aktionæreren på anden vis kan skaffe de ønskede oplysninger, vil der heller ikke være tilstrækkelig begrundelse for at begøre granskning, jf. således

U 2007.1151 H om en hovedaktioner, som kunne inddrage oplysninger via bestyrelsen.

Granskningssinstituttet har ikke fået den store betydning i Danmark i den forstand, at det er blevet almindeligt, at der gennemføres granskning. Granskning er kun gennemført i enkelte tilfælde, således ifølge den nævnte dom i U 1985.536 H med hensyn til indholdet af visse regnskabsposter. Den samme værdi som mindretalsbeskyttelse ligger formentlig i den præventive effekt, herunder samspillet med oplysningspligten efter SL § 102, jf. foran i kap. 11.4.7.

Årsagen til den ringe anvendelse af granskningssinstituttet er bl.a. kravet om tilslutning af 25 pct. af selskabskapitalen,<sup>53</sup> ikke kun den på generalforsamlingen repræsenterede kapital. I kapitalselskaber med en større kapitalejerkreds udelukker et sådant krav i praksis en kritisk minoritet fra at kreve granskning. 25 procent af selskabskapitalen ligger nær den grænse, hvor man begynder at overveje, om der foreligger *praktisk majoritet*, jf. herved nedenfor i kap. 15.1.<sup>54</sup>

Det har været overvejet adskillige gange at lempe adgangen til at kreve granskning, senest i betenkningen om forenkling og fremtidstilpasning af selskabsloven.<sup>55</sup> Selskabspanelets flertal var af den opfattelse, at farene for misbrug af instituttet ville være for stor ved lempelse, og lovgiveren fulgte flertallets opfattelse.

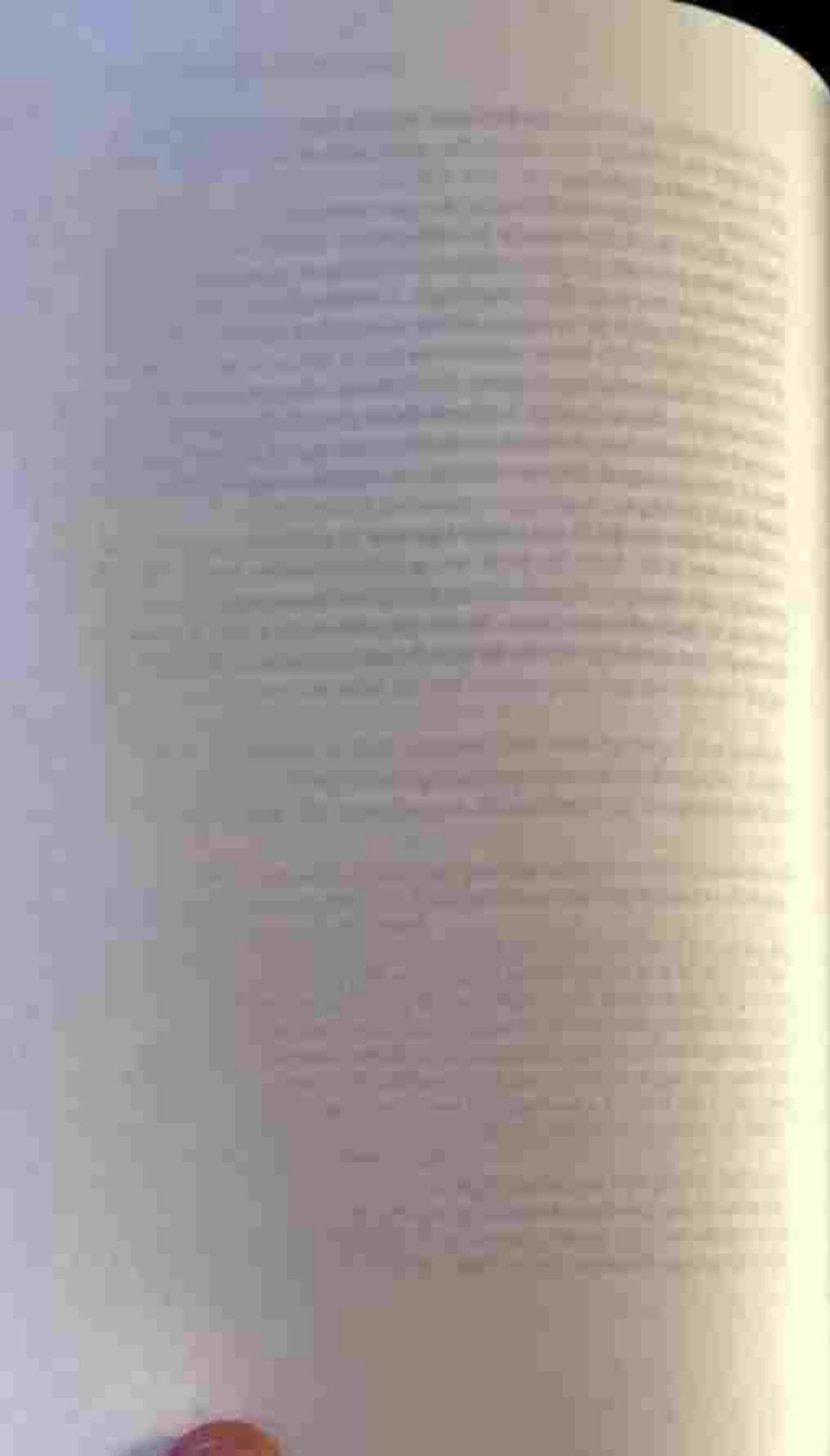
Anpartselskabsloven af 1996 ophevede den hidtidige regel om granskning. Et flertal kunne iværksætte en granskningslignende undersøgelse, f.eks. i form af en advokat- eller revisorrapport. Et mindretal var tvunget til at ind-

53. Egne aktier medregnes ikke, jf. SL § 85. Især efter at grænsen for erhvervseje af egne kapitalandele er udvidet, jf. SL § 196, kan en post egne kapitalandele – formentlig utilsigtet – reducere 25 pct.s kravet.
54. I de norske aktieselskabsloves §§ 5-25 til 5-27 er minoritetsgrænsen 10 pct. af den repræsenterede kapital. Det er altså forholdsvis let at opnå adgang til at begøre granskning, men skiffleretten skal også efter de norske regler træffe beslutningen om granskning. Kan skiffleretten løse opgaven med at censurere ubegrundede granskningstegninger, mindskes betenkighedene ved at lade aktionærerne fremsætte begering om granskning. Den svenske ABL indeholder i 10 kap., 21-28 §, regler om »sænkt granskning«. Reglene er nyformuleret med kraftmeden den 1. januar 2021. Grænsen for at begøre granskning er ti pct. af samtlige aktier i selskabet eller mindst en tredjedel af de repræsenterede stemmer, jf. 22 §.
55. Betenkning 1992/1229 p. 57 f. Moderniseringsbetenkningen 1498/2008 p. 562 f. har kun nogle få bemærkninger om granskning. Med en bemærkning om, at »Granskningssinstituttet kritiseres indimellem for at kunne misbruges, ligesom udgifterne til granskning for et mindre selskab kan være ganske store«, slutter udvalget sig nærmest til det tidligere selskabspanel.

jede en retssag og have på, at det under en sådan tag kunne fremvisse oplysninger fra selskabet efter almindelige processuelle regler, herunder temmeliglovens regler om edition.

Med lovændringerne i 2006 blev der gennemført regler om granskning i Apl. § 28 d. Bestemmelsen var indholdsmessigt identisk med AL § 86 i bemærkningerne til Apl. § 28 d nævnes det særligt, at granskning kan være relevant, hvis der er opstillet mistanke om, at en eller flere af selskabets årsskønner ikke giver et retvisende billede af selskabets forhold. I så fald vil granskningsinstituttet kunne anvendes til bl.a. at kræve, at et eller flere af selskabets årsregnskaber revideres, hvis selskabsdeltagerne finder det hensigtsmæssigt. Denne særlige baggrund for at genindføre granskningsinstituttet i små selskaber, der kan have fravælgte revision, må skifternen (ogå) tage i betragtning ved vurderingen af, om en anmodning om granskning skal tages til følge.

Selskabslovens § 150 videreføres i det hele de gældende regler i aktieselskabslovens § 86. Efter SL § 151 kan granskningsmanden kræve alle nødvendige oplysninger af ledelsen. Granskningen afsluttes med en skriftlig beretning til generalforsamlingen. Beretningen skal senest 8 dage før generalforsamlingen gøres tilgængelig for kapitalejerne til eftersyn, jf. SL § 152.



# Erstatnings- og strafansvar

## 14.1. Erstatningsansvar

### 14.1.1. Hvem kan blive erstatningsansvarlig?

Enhver person, som træffer beslutninger i selskabet, eller som disponerer for dente, kan ifalde erstatningsansvar, hvis den pågældende handler i strid med sine pligter i selskabet. Dette gælder stifter, bestyrelsesmedlemmer, direktører, medlemmerne af et tilsynsråd, revisorer, vurderings- og granskningsmænd, og det gælder likvidatorer og kapitalejere.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>: Selskabslovens kap. 23 viderefører i det hele de hidtidige erstatningsregler i aktieselskabsloven. Nyt er alene tilkomsten af tilsynsrådet. Tilsynsrådets opgaver og ansvar udgør imidlertid blot en delmængde af det, som hidtil har været bestyrelsens opgaver og ansvar, jf. foran i kap. 9.3.1.3 og nærmere i det følgende. Hidtidig teori og praksis har således stadig relevans. Det blev ikke ændret ved erstatningsreglerne i forbindelse med evalueringen af selskabsloven i 2013. Om erstatningsansvaret se Gomar, Aktieselskabret, 1970, p. 397 ff., II p. 145 f., samme i U 1971B, p. 117 f. og U 1993B, p. 145 f., Werkhoff, Selskabret, 11. udg., p. 656 ff., Frøs Hansen og Krenschel, Kapital-selskaber, 5. udg., 2019, 687 f. Jan Schou Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 715 f., og Claus Berg og Lars Bo Langsted i U 1993B, p. 183 f. En generel fremstilling er Samuelson og Segard, Bestyrelsesansvar, 1997. Se også Morten Samuelson i Mette Neville og Karsten Engvig Sørensen (red.), Den nye selskabslov, 2009, p. 117 f. Se senest Corsten Fode, Ledelsesansvar og ansvarsbegrænsninger, udviklingen i ledelsesansvaret, 2020. Tilsynsrådets ansvar er behandlet i Søren Berggreen, Tilsynsrådets erstatningsansvar, 2012. Der har som bekendt været en række sagier om bankkrak i de seneste år. På den baggrund er der i Beslutning om skarpet ansvarsudlæring for ledelsesmedlemmer mv. i finansielle virksomheder nr. 1575, januar 2021, forslaget en række skærpelser vedrørende ledelsesansvaret i de finansielle virksomheder.

Reglerne om bestyrelsens ansvar har været behandlet i tre nordiske disputaser fra de senere år, nemlig Rolf Dotevalls svenske disputats, Skadestedsansvar för styrelsesledamot och verantändande direktör, 1989, ajourfört i sammens Bolagsledningens skadestedsansvar, 2. uppl., 2008, Kristin Normann Aarums norske disputats Styre-

Også personer, der bistår selskabet, kan blive erstatningsansvarlige, se bl. ledes U 1968.515 V om en advokat, der havde medvirket ved stiftelsen af et A/S og i denne forbindelse indgivet uregtig anmeldelse om kapitalens indbetaling, U 2000.23 H, hvor der blev pålagt en advokat, der medvirkede ved salg af nogle selskaber, erstatningsansvar over for kreditorerne (konkursboet) for uagt som medvirken til overtrædelse af selvfinansieringsreglen i anpartsselskabsloven, U 2006.416 H om ansvar for en advokat for manglende momsbetaling fra et selskab under stiftelse og U 2010.1617 H, der frifandt en advokat for ansvar i forbindelse med en kapitalsforhøjelse.

*Ansvarsgrundlaget* er for alle de nævnte, bortset fra kapitalejerne, den almindelige culparegel, hvorefter ansvar ifalder for uforsvarlige, skadegørende handlinger, som kan tilregnes de pågældende som forsættige eller uagtsomme. Dette er kodificeret i SL § 361, stk. 1, for så vidt angår stifterne og medlemmer af ledelsen. De samme ansvarsregler, som gælder for ledelsen, gælder vurderingsmænd, ejerbogsførere og revisorer, jf. SL § 361, stk. 2 og 3. Heri ligger naturligvis kun en henvisning til culpareglen som ansvarsregel. Ansvarsreglens nærmere indhold beror på de opgaver og pligter, de nævnte personer hver for sig har i forhold til selskabet.

Udfyldningen af culpavurderingen må ske på grundlag af de opgaver og pligter, som selskabslovene pålægger de respektive personer suppleret med normative opfattelser af, hvad der er forsvarlig handlemåde. I sidstnævnte henseende kan bl.a. indholdet af nationale og internationale codes, som de danske Anbefalinger for god Selskabsledelse og OECD's Principles of Corporate Governance, indgå i vurderingen.

For kapitalejerne gælder også en culparegel, jf. SL § 362, men kun i en lempeligere form, jf. nedenfor.

Ansvar kan pådrages over for selskabet for tab, som påføres dette. Hvis selskabet er konkurs, tilkommer selskabets krav konkursboet. Hermed er ikke udelukket, at enkelte kreditorer selvstændigt kan gøre ansvar gældende mod ledelsen eller andre for tab, som de pågældende kreditorer har lidt. Ligeledes er det ikke udelukket, at enkelte kapitalejere kan hævde et selvstændigt krav ved siden af selskabets.

#### 14.1.2. Ansvar i forbindelse med stiftelsen

Stifterne skal sørge for, at selskabet stiftes på forsvarlig vis under hensyn til de nærmere forskrifter om fremgangsmåden ved stiftelsen, jf. herom foran i

medlemmers erstatningsansvar i aktieselskaber, 1994, og Thorbjørn Soefraaft danske disputats Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999.

**Kapitel 5. Manglende overholdelse af stiftelsesreglene medfører etor omstændighedernes erstatningsansvar over for selskabet, tegnene af kapital eller selskabets kreditgivere.**

En vigtig del af stifternes ansvar i forbindelse med stiftelsen vedrørte tidligere spørgsmålet om forsvarlig værdiansættelse af apportholdskud. Dette blev understreget direkte i AL § 140. Efter at reglerne om stiftelse blev skæret væk om uvidig vurdering vedrørende apportholdskud, måtte det antages, at sager om uforsvarlig værdiansættelse kun sjeldent vil forekomme. Med de lempelser, der blev gennemført i 2006 vedrørende stiftelse med apportholdskud, øgedes sandsynligheden for, at der igen vil forekomme erstatningsansager vedrørende stiftelse. Bemærkningerne til de nævnte lovændringer understregter da også ledelsens ansvar. De nævnte lempelser har ikke ført til flere sager om ansvar. De senere lempelser i selskabslovens § 33, hvorefter der kun kræves indbetaling af 25 % af selskabsskapitalen, kan medføre et antal sager om stifteransvar, såfremt stifterne accepterer tegning af kapital af nogen, som abenbart ikke vil kunne indbetale den resterende del af det tegnede beløb, se herved nærmere om stifternes – og senere ledelsens – ansvar i forbindelse med delvisse indbetalinger også foran i kap. 5.3.2.

Ledelsen har ikke en generel pligt til at vurdere, om en tegner af kapital vil kunne indbetale restbeløbet efter SL § 33. Ledelsen må dog løbende vurdere restfordringen i lyset af reglen om forsvarligt kapitalberedskab i SL §§ 115 og 118. Der er i øvrigt ikke offentliggjort ansvarssager vedrørende stiftelsen i de senere år. Se dog U 2011.1290 H, som imidlertid handler om en selskabsomdannelse helt tilbage i år 2000. Dommen lagde bl.a. vægt på, at kapitalen aldrig var indbetalt.

Anmeldelse om stiftelsen skal indgives af selskabet eller af den, som selskabet bemyndiger hertil efter reglerne i anmeldelsesbekendtgørelsen. Stifterne eller den valgte ledelse vil efter omstændighederne pådrage sig erstatningsansvar over for selskabet eller dennes bo for uregelmæssige anmeldelser.<sup>2</sup> Herunder foreligger nogle ældre domme, som viser har vedrørt uregelmæssige angivelser

2. Anmeldelse kan også indgives af andre efter reglerne om onlineregistrering. Eller anmeldelsesbekendtgørelsens § 9 indstår anmelderen over for erhvervsstyrelsen for, at anmeldelsen via selvregistreringssystemet er lovligt foretaget, jf. også foran i kap. 5.8 om online anmeldelse. Uregelmæssige anmeldelser kan straffes efter SL § 366, jf. Straf. § 296. Sævel i forhold til selskabet eller dennes bo som i forhold til tredjemand kan anmelderen blive erstatningsansvarlig, såfremt anmelderen indstår eller burde indstå, at anmeldelsen ikke opfyldte lovgivningens forskrifter.

af, at kapitalen var (effektiv) indbetalt.<sup>3</sup> SL §§ 40, stk. 2, jf. 17, stk. 2, krever, at der bliver indsendt bevis for, at hele kapitalen er indbetalt. Tilsædte af den nævnte art var dermed reelt udelukket, men 25 %-reglen i SL § 33 vil dog kunne medføre lignende sager. Udkudt betaling efter SL § 33 omfatter kun kontantistiflelse. Apportindskud skal indbetales fuldt ud. Reglerne om appor- indskud kan føre til et øget antal sager, som går på berettigelsen af at ansætte, at stiftelsen sker kontant.<sup>4</sup> Dette har dog ikke hidtil været tilfældet.

Erlvervsstyrelsen vil nægte registrering, jf. SL § 40, stk. 2, hvis ikke den fornødne dokumentation for, at indbetalinger er sket, fremsendes.<sup>5</sup> Foretages der en onlineregistrering, sker der kun en stikprøvevis prøvelse af, om stiftelsesreglerne er overholdt. Risikoen for, at der i fremtiden vil komme ansvars- sager i disse tilfælde, begrænses af, at anmelderen er kendt og i de fleste til- fælde betalingsdygtig (forsikringsdækket).

Hvis et selskab påbegynder sin virksomhed, optager kredit osv., men stiftelsen må opgives, fordi den nødvendige kapital ikke tegnes, skal indbetalte beløb fra tegnere tilbagebetales, jf. herved SL § 32, stk. 5. Da virksomheden kan påbegyndes inden registreringen, kan det forekomme, at de indbetalte beløb allerede er brugt. Stifterne eller den valgte bestyrelse vil kun ifalde et erstatningsansvar for tilbagebetalingskravet, såfremt udsigten til, at selskabet ville blive stiftet, var (for) ringe, eller beløbene i øvrigt var anvendt på en uforsvarlig vis.<sup>6</sup>

Ved stiftelsen overtager selskabet tidligere påtagne forpligtelser efter reglen i SL § 41. Dette udelukker ikke en kreditor, som ikke får betaling fra sel- skabet, fra at sege erstatning hos stifterne eller selskabets ledelse, hvis disse har handlet uforsvarligt i forbindelse med stiftelsen. Dette kan eksempelvis tænkes, hvis kreditgivning er sket på grundlag af ukorrekte oplysninger om selskabets økonomi eller udsigter.

3. Se således U 1924.752 H, U 1932.613 Ø, U 1939.1052 H og U 1940.48 H (straffesag). Sml. også den frifindende dom EU 2010.1617 H.
4. Advokater og andre, der medvirker ved udarbejdelse af urettige anmeldelser, vil kunne blive erstatningsansvarlige efter almindelige erstatningsregler, jf. således U 1968.515 V. Sml. også U 2011.1290 H b.l.a. om en revisors manglende rådgivning i forbindelse med en omdannelse til aktieselskab.
5. Jf. herved Lars Borch og Søren Corfixen Witt, *Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 241 samt nærmere om dokumentationskravene i anmeldelsesbekendtgørelsen. Nægtes registrering, må selskabet genstilles, jf. Erlvervsstyrelsenes afgørelse af 14. decem- ber 1998, j.nr. 98-122-531.
6. Jf. herved U 1917.108 SH og Gomard, *Aktieselskabets*, 1970, p. 115.

### 14.1.3. Selskabsledelens ansvar

#### 14.1.3.1. Almindeligt om ansvaret

De senere års erhvervsdebat har bl.a. omfattet diskussioner om selskabsledelens ansvar. Hver gang der sker sammenbrud af erhvervsvirksemheder, rejnes spørgsmål om ansvar for selskabernes ledelse og for deres rådgivere – nævnglig revisorerne. Der stilles spørgsmål ved, om de gældende ansvarsregler og domspraksis i rimeligt omfang fungerer pligtformulær og motiverer til at yde en forsvarlig indsats. Betenkningen om modernisering af selskabssagen<sup>7</sup> har senest foretaget en generel vurdering af ansvarsreglerne. Betenkningen konkluderer, at »de gældende erstatningsretlige regler hviler på et fornuftigt grundlag«, og at disse »alene skal undgives en sprødig gennemgang«. Betenkningen vender sig også mod forslaget til det 5. direktiv, som vender bevisbyrden, således at det pålægges et bestyrelsesmedlem at godtgøre, at der ikke påhviler vedkommende nogen skyld.

De på grundlag af betenkningen gennemførte lovændringer følger for så vidt betenkningen derved, at der ikke er ændret i erstatningsreglene. Erstatningsansvaret hviler fortsat på culporeglen. Derimod er der, som nævnt foran i kap. 9, gennemført en opstramning og præcisering af de pligter, som ligger til grund for culpabedømmelsen. Dette skete også ved de opstramninger, der blev gennemført ved de senere ændringer, der blev gennemført på basis af betenkningen 1229:1992 om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene. Ifølge bemærkningerne til bestemmelse i AL § 56, stk. 5, om foreningsordenen (nu SL § 130) og § 54, stk. 3, 1. pkt., vedrørende selskabets kapitalberedskab (nu § 115 og fulgt) var formålet klart at lette mulighederne for at gøre ansvar gældende mod selskabets ledelse.

Det har været debatteret i teorien, om de nævnte lovændringer medfører, at bestyrelsesarbejdet er sikret i forhold til tidligere. Gomard konkluderede i en analyse,<sup>8</sup> at de nye regler først og fremmest tydeliggjorde og understregede de pligter, som også tidligere påhvilede bestyrelsen, men at der næppe var sket nogen væsentlig ændring af selve ansvaret. I modsætning hertil har bl.a. Claus Berg og Lars Bo Langsted<sup>9</sup> og jeg selv antaget, at de nye regler kunne give anledning til en strengere kurs fra domstolenes side på visse punkter. Hovedargumenter for, at der tilsigtedes en vis stramning af ansvarsbestemmelserne, var, at bemærkningerne til lovændringerne temmelig klart tildekkede, at lovgiveren ikke har delt betenkningens vurderinger, men tværtimod gav, at lovgiveren ikke har delt betenkningens vurderinger, men tværtimod

7. Betenkning 1498:2008 p. 36 ff.

8. JU 1993B, p. 145 f., jf. også Gomard/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 614.

9. JU 1994B, p. 183 ff.

mod ønskede at lette muligheden for at gøre ansvar gældende mod et bestyrelsesmedlem, hvor der er tale om undladelse eller forsommelighed.

Gomards opfattelse, hvorefter de nye regler alene skulle forstås som pædagogiske illustrationer af, hvad der er forsvarlig handlemåde for medlemmer af bestyrelsen (og for andre i selskabet) på forskellige områder, som forklarer, men ikke ændrer indholdet af den almindelige erstatningsregel om ansvar for skyld (*culpa*), nedtonede de nævnte lov bemærkninger. En – så vidt ses – endnu mere restriktiv fortolkning af forarbejderne blev anlagt af Sofsnud<sup>10</sup>, som lagde afgørende vægt på ordet *præcisering* og dermed ville fortolke bestemmelserne i AL §§ 54, stk. 3, og 56, stk. 5, »indskrænkende, for så vidt de efter deres ordlyd kan betragtes som en udvidelse af bestyrelsens pligter i forhold til hidtidig praksis. Sofsnud syntes nærmest at frakende vedtagelsen af de 10 paragraffers betydning for ansvarsbedømmelsen. Så vidt ses, var lovgiverens tankegang og hensigt andet og mere end at fremkomme med pædagogiske illustrationer, og de foretagne præciseringer havde klart sigte på ledelsens ansvar. En dækende forklaringsmodel er efter min vurdering, at den gældende culporegler er så fleksibel, at den uden vanskelighed kan praktiseres således, at et rimeligt ansvarsniveau nås. Derfor er der ingen grund til at ændre i selve erstatningsreglen. En effektiv håndhævelse af culporeglen forudsætter imidlertid nogenlunde sikre normer for, hvilke pligter der påhviler ledelsen. Domstolene har tidligere i vidt omfang måttet henholde sig til den meget generelt formulerede regel i AL § 54. De mageldende regler i SL §§ 115-118 er med få ændringer en videreførelse af aktieselskabslovens regler. Præciseringen af ledelsens pligter med hensyn til udformning af en forretningsorden, jf. SL § 130 og med hensyn til opmærksomheden på selskabets kapitalberedskab giver imidlertid domstolene et mere solidt grundlag for en vurdering. Et naturligt startpunkt i erstatningssager vil være spørgsmålet: Hvilke retningslinjer er der fastlagt i selskabets forretningsorden for ledelsens arbejde, og hvorledes er retningslinjerne fulgt i praksis? Selskabets ledelse må redegøre for indholdet af forretningsordenen og for, hvorledes selskabets organisatoriske og økonomiske forhold er tilrettelagt i overensstemmelse hermed. Beskrivelser af ledelsens opgaver findes også i Anbefalinger for god Selskabsledelse. Se herved især anbefalingernes punkt 2, der fortsetter linjen i §§ 115-118 med yderligere anbefalinger om bestyrelsens arbejde. Uanset at disse anbefalinger ikke er bindende, definerer de centrale opgaver for moderne bestyrelser. Man kan også nævne den øgede vægt, der i dag legges på risikostyring og compliance. Ligeledes kan nævnes kravet i revisorloven om

10. Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999, p. 195 f.

revisionsudvalg i virksomheder af interesse for offentligheden, jf. revisionsloven § 31 og foran i kap. 13. Reglerne om revisionsudvalg præciserer en række opgaver, som skal varetages af udvalget, evt. den samlede centrale ledelse.

Det kan ikke udelukkes, at den reelle virkning af præciveringerne på nogle – ikke alle – punkter kan føre til en ændring i den bevidstløse situation i retning af reglen om omvendt bevisbyrde. Under alle omstændigheder kan udbygningen af normsættet vedrørende ledelsens arbejde medføre en vis objektivering af culpastandarden. Selv om tendensen vedrørende kravene til ledelsens sammensætning og arbejdsform, som nævnt straks nedenfor, gør i retning af eget professionalisering, kan man dog ikke tale om, at der er et professionsansvar på linje med ansvaret vedrørende advokater, revisorer m.fl.

Reformen af selskabslovene i 2006 indeholdt en lang række forenklinger af de eksisterende regler. Både de almindelige bemærkninger til lovforslaget og bemærkningerne til en række af lempelsesreglerne understregede, at prisen for lempelserne var øget fokus på, at der er et ansvar, i visse tilfælde indikeres endda et skærpet ansvar. Blandt de almindelige principper for selskabsregulering, der lå til grund for reglerne, var ifølge bemærkningerne således nat øge selskabernes valgfrihed mellem enten ekstern, uafhængig kontrol af beslutninger, eller et styrket og præciseret ledelsesansvar for de pågældende beslutninger. Umiddelbart efter blev det advarende sagt, at »Skal det ske, at nogen misbruger de nye muligheder, vil man også fremover kunne gøre et både erstatningsretligt og strafferetligt ansvar gældende mod selskabets ledelse.«

Moderniseringsbetaenkningens overordnede vurdering var, som nævnt, at de hidtidige regler – dvs. retstilstanden efter 2006-ændringerne – var tilfredsstillende. Lidt mere detaljeret redegjorde udvalget for sine overvejelser vedrørende spørgsmålet om et skærpet eller præciseret ansvar. Udvalget udbyggede synspunktet »frihed under ansvar«. Udvalget gik på den ene side ind for at præcitere ansvaret ved at beskrive ledelsens handlepligter yderligere. På den anden side fandt udvalget, at det burde sikres, at der ikke kunne sluttet modsætningsvist fra de enkelte handlepligter. Mere specifikt holdt udvalget, som allerede nævnt, fast i culpanormen samt principippet om fri bevisbedømmelse.

De gennemførte ændringer i forbindelse med evalueringen af selskabsloven i 2013 fastholder denne linje. Specielt kan bemærkes den ny bestemmelse i SL § 42 vedrørende efterfølgende erhvervelse fra stiftere, kapitalejere og medlemmer af selskabets ledelse. Bestemmelsen siger udtrykkeligt, at det centrale ledelsesorgan er ansvarlig for, at sådanne erhvervelser ikke er til skade for selskabet, dets kapitalejere eller kreditorer.

Hvis man stiller det naturlige spørgsmål, om ansvarsbedemningen i domstolene praksis er ændret i de seneste år som følge af de lovgivningsmæssige stramninger, er det vanskeligt at give et entydigt svar. På nogle områder har domstolene anlagt en ganske streng vurdering, jf. nærmere i det følgende, men praksis er for beskeden og tilfældene for forskellige til, at der kan angives en klar tendens.<sup>11</sup>

SL § 361 taler om ledelsens ansvar. Ledelsen omfatter såvel medlemmer af direktionen, af bestyrelsen som af et eventuelt tilsynsråd. Ledelsens samlede opgaver er ikke ændret med selskabsloven, men rollefordelingen kan være anderledes end hidtil, jf. nærmere foran i kap. 9. Det nye er muligheden for at have et tilsynsråd, der alene varetager tilsynsopgaver som beskrevet i SL § 116. Tilsynsrådet kan ikke give ordrer til direktionen og skal heller ikke have forelagt visse dispositioner til godkendelse, jf. SL § 117, stk. 2. Tilsynsrådets kontrol er således principielt bagudrettet. Tilsynsrådet skal reagere, hvis det ser – eller bør se – at selskabet ikke ledes forsvarligt. Undlader tilsynsrådet dette, vil medlemmerne af tilsynsrådet kunne blive erstatningsansvarlige. Tilsynsrådets reaktionumuligheder er at afskedige direktionen og ansætte en ny direktion eller evt. indkalde til en ekstraordinær generalforsamling. Indirekte kan tilsynsrådet dermed fremvinge ændringer med hensyn til, hvorledes selskabet ledes.

Der foreligger endnu ikke praksis om tilsynsrådets erstatningsansvar. Hjættig domspraksis, som angår bestyrelsens tilsynsrolle, vil med en vis tillempling være relevant.

11. *Carsten Fode* har i sin bog med hovedtitlen »Ledelsesansvar og ansvarsbegrensninger« og med undertitlen »udviklingslinjer i ledelsesansvaret« analyseret udviklingen i ledelsesansvaret gennem de sidste ca. 25 år. Bogens hovedtitel indikerer, at der er en udvikling omkring ledelsesansvaret, som gør, at selskabernes bestyrelser bør forholde sig til, om man bør indgå aftaler, som begrænser ledelsesmedlemmernes ansvar. Fode analyserer de reguleringsemessige udviklinger inden for og uden for de selskabseretlige regler i sin egen forstand, på baggrund af bredere samfunds-mæssige udviklinger. Med *Carsten Fodes* advokat- og rådgivningsmæssige baggrund er det også naturligt at pege på de personlige konsekvenser, som retsager om ledelsesansvar kan have på de enkelte ledelsesmedlemmer, og på den svækkelse af »ledelseskraften« i selskabet, som de ofte langvarige processer kan medføre.

Blandt de ikke-selskabseretlige forhold, der peges på, er adgangen til at anlægge gruppensagsmål. Disse regler blev gennemført i 2008. I relation til selskabseretlige erstatningssager betyder disse regler, at mindre kapital ejere har mulighed for sammen at gennemføre sagmål, som ellers ikke ville være lansomt for den enkelte kapital ejer. Et illustrativt eksempel på et sådant gruppensagsmål foreligger i forbindelse med den såkaldte OW Bunker-sag om prospektansvar, se herved U 2019.962 Ø.

Et eventuelt erstatningsansvar vil påvise de enkelte ledelsesmedlemmer. Ledelsen har et fælles ansvar for at lede selskabet, men erstatningsansvaret er individuelt. Vurderingen tager udgangspunkt i den opgavelæsning, som følger af loven og selskabets praksis. Se f.eks. U 2001.1257 H, hvor direktøren samt formanden for bestyrelsen (selskabets advokat) anses erstatningsansvarlige. Et erstatningsansvarsondsætter, at det enkelte ledelsesmedlem har handlet uafværligt. Har den pågældende tildeles ikke været med i ledelsen på det tidspunkt, hvor den ansvarsplidrægende beslutning blev taget, er han ikke ansvarlig herfor, men ansvar kan ifaldest for ikke at bringe et ulovligt forhold til ophør på det tidspunkt, hvor man opdager eller børde opdage dette, jf. således U 1979.777 V, hvor der var ydet ulovlige aktionærtil. som kunne være opdaget ved blot at gennemlæse selskabets regnskab, jf. også nedenfor vedrørende udtræden af bestyrelsen. Der må levnes det enkelte ledelsesmedlem rimelig tid efter sin tiltrædelse til at sætte sig ind i selskabets forhold, før ansvar kan gøres gældende, jf. herved U 1961.515 H, som friholder tre bestyrelsesmedlemmer, som ikke havde deltaget i eller haft nærmere kendskab til nogle retsstridige dispositioner, for ansvar. Se herved også Sa- og Handelsretten's dom i Hafnia-sagen U 2002.2067 H. Ved dommen friholdtes Hafnias bestyrelsesformand og administrerende direktør for prospektansvar bl.a. mod henvisning til deres kortvarige tilknytning til Hafnia. Ved Højesterets dom friholdtes samtlige sagsagte, fordi prospektet ikke fandtes så mangelfuld, at der var pådraget ansvar. Det nævnte spørgsmål kom dermed ikke til bedømmelse. Bestyrelsesmedlemmer bosiddende uden for Danmark og EU kan også ifalde erstatningsansvar efter dansk ret, jf. således U 2019.1818 H om en bestyrelsesformand bosiddende i USA.

Hvis en ansvarsbedømmelse medfører, at flere samtidig er erstatningspligtige, hæfter de solidarisk for erstatningen, jf. SL § 363, stk. 2. Ved dommen kan der tages stilling til det indbyrdes ansvar. Der er regler mod de øvrige ansvarlige efter graden af skyld og omstændighederne i øvrigt, jf. U 1989.812 H (solidarisk ansvar, men i det indbyrdes forhold hæftede et enkelt bestyrelsesmedlem i første række), U 1998.1137 H (solidarisk ansvar, i det indbyrdes forhold skulle hele erstatningsbeløbet betales af bestyrelsesformanden, en advokat, hvis erstatningsansvar var dækket af en ansvarsforsikring, jf. erstatningsansvarslovens § 25, stk. 2, 2. pkt.), U 2004.2253 H (advokat og revisor skulle bære hver halvdelen og skulle friholde de andre ansvarlige bestyrelsesmedlemmer), U 2005.2235 H (advokat og tre bestyrelsesmedlemmer solidarisk ansvarlige. I det indbyrdes forhold skulle advokaten bære halvdelen, de andre tre bestyrelsesmedlemmer skulle bære den anden halvdel, i deres indbyrdes forhold, delt lige) samt U 2007.497 H, hvor direktøren og bestyrelsen samt selskabets reelle

leder ansås solidarisk ansvarlige for tab i forbindelse med et rejseselskabs konkurs, mens ansvaret i det indbyrdes forhold skulle bæres af den reelle leder. Jf. også U 2011.1290 H omtalt nærmere i det følgende.

De enkelte bestyrelsesmedlemmer kan have meget forskellige angelige forudsætninger for at bestride bestyrelseshvervet. Fælles for de generalforsamlingsvalgte er, at bestyrelsesarbejdet er frivilligt. Den, der påtager sig et bestyrelseshverv, må gøre op med sig selv, om han eller hun har den fornødne indsigt og – ikke mindst – den formodne tid, jf. herved Anbefalinger for god Selskabsledelse, punkt 3.3. Bestyrelsesarbejde er normalt lønnet, men det frigholder ikke for at overholde almindelige bestyrelsespligter, at arbejdet eventuelt er uønnet, jf. U 1998.1137 H vedrørende ledelsen i en fodboldklub.

De krav, som erstatningsbedommeisen stiller til de enkelte, bor som udgangspunkt være de samme. Bedommeisen bør ikke være mildere for ukynlige eller passive bestyrelsesmedlemmer.<sup>12</sup> Hvis der er tale om særligt sagkyndige bestyrelsesmedlemmer, kan ansvarsbedommeisen efter omstændighederne være strengere. Fra domspraksis kan nævnes U 1989.812 H, hvor en advokat blev anset erstatningsansvarlig in solidum med de øvrige bestyrelsesmedlemmer, således at advokaten i det indbyrdes forhold i første række skulle udrede erstatningen. Se også U 1986.513 H og U 1985.313 H, U 1997.283 H, U 1998.1137 H, U 2000.188 H og U 2005.918 H, men på den anden side den frifindende dom i U 2005.502 H. Sml. også den frifindende dom i U 2006.3376 SH.<sup>13</sup> Bestyrelsесopgaverne er i mindre selskaber ofte ikke mere vidtgående, end at rimeligt aktive personer kan holde sig klar af ansvaret, uden at speciel sagkundskab i almindelighed er fornøden. I større mere komplekse selskaber stilles i stigende grad krav om en professionel indsats, jf. nærmere form i kap. 9.3.1.1.

Man kan spørge, om der gælder ganske det samme for de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer. Her skal nogen vælges, hvilket efter omstændighederne kunne indicere en temmelig bedommelse.<sup>14</sup> Det må erindres, at

12. Jf. herved *Gomarid*, Aktieselskaber, 1970, p. 403, note 15, jf. også Moderniseringsbetænkningen, p. 41.

13. Se herved om advokaters ansvar som bestyrelsesmedlemmer A. Vinding Knæ, Advokatansvaret, 6. udg., 1990, Lars Bo Langgaard, Rådgivning 1, 2004, og Søren Halling Overgaard, Advokaters Erstatningsansvar, 3. udg., 2010.

14. Sml. herved *Gomarid/Schaumburg-Müller*, Kapital-selskaber, 8. udg., 2015, p. 638, som anfører, at reglen i SL § 363 og erstatningsansvarslovens § 24 giver mulighed for rimelig hensyntagen bl.a. til aktionærer og medarbejderrepræsentanter, der er indvalgt i bestyrelsen. *Schaumburg-Müller/Werkhoff* anfører i Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 1595, at retspraksis viser, at resultpedommeisen er den samme, men også en

seksabsloven tilstræber at sikre, at de generalforsamlingvalgte medlemmer af bestyrelsen har de fornødne kompetencer, jf. nærmere i kap. 9.3.1.1. Derimod vælges medarbejdere repræsentanterne af deres arbejdskolleger efter det system, der angives i reglerne om medarbejderepræsentation, jf. foran i kap. 10. Selv om de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer indgår i bestyrelsen med samme rettigheder og pligter som de øvrige bestyrelsesmedlemmer, sikrer det særlige valgsystem først og fremmest, at medarbejdernes holdning bliver hørt, og at deres erfaringer kan nyttiggøres i bestyrelsens arbejde. Det synspunkt kan anses, at medarbejdere i bestyrelsen principielt må være interesseret i alle henseender at være ligestillet med de øvrige bestyrelsesmedlemmer. Hvis medarbejdene skal tages alvorligt og sikres reel indflydelse på bestyrelsens beslutninger, nyter det intet, at de ansvarsomstændighederne på frihjul. Hvis ansvaret skal lempes, bør det derfor navnlig ske, såfremt medarbejderne ikke har fået tilstrækkelige muligheder for at udfylde deres bestyrelsesfunktion ud fra de forudsætninger, som de besidder ved deres indtræden i bestyrelsen. Derimod ikke ved at se lempeligt på deres pligter som bestyrelsesmedlemmer. Det er indtil nu ikke offentliggjort sager om erstatningsansvar for medarbejdere, hvilket dog ikke kan ses som bevis på, at ansvarspladragende situationer ikke er forekommeligt.<sup>15</sup> I straffesagen mod bestyrelsesmedlemmerne i Nordisk Fjer<sup>16</sup>-bestyrelsen tilsluttede Østre Landsret sig det førstnævnte synspunkt, idet straffen for de to medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer nedsattes med henvisning til, at de »ikke havde særlige forudsætninger for arbejdet i bestyrelsen«, jf. nærmere om dommen nedenfor i afsnit 14.1.6.

De ovenfor angivne synspunkter om en ensartet ansvarsbedømmelse er ikke ubetinget fulgt i den lidt ældre retspraksis, jf. herved So- og Handelsrets præmisser i de ældre domme U 1961.515 H samt U 1966.732 SH og - efter AL 1973 – U 1979.777 V, men derimod bl.a. i U 2001.873 H, jf. om dommene nærmere nedenfor.

Lydhørhed hos domstolene med hensyn til at lempe ansvarets udstrækning efter AL § 143, stk. 1c.

15. Lempelsesreglen ses anvendt i forhold til medarbejdene i en Vestre Landsretssdom af 22. oktober 1984 referert i Werlauff, Selskabstilige domme og kendelser, 1997. Werlauff forklarer dommene om medarbejder- og familiebestyrelsers ansvar således, at culpabedømmelsen er den samme, men at domstolene synes at være lydhøre over for påstande om lempelse, særligt hvis der har bestået en form for afhængighedsforhold, jf. Selskabshøjt, 11. udg., 2019, p. 665. Sml. også begründelsen for, at der skete lempelse i U 2001.873 H vedrørende familiebestyrelsesmedlemmer.
16. Østre Landsrets dom af 14. december 1993 (S-3113-93).

Noget principielt andet er, at der kan være grund til at lemppe erstatningsansvaret for enkelte ledelsesmedlemmer ud fra en konkret vurdering af situationen, herunder medlemmets andel i beslutningen eller handlingen, om han har sagt eller har haft mulighed for at modvirke den ulovlige beslutning tilstede imod sagt den fremmet, skadens størrelse m.v. SL § 363, stk. 1, viderefører AL § 143, stk. 1. Den giver mulighed for lempelse ved at bestemme, at erstatningen kan nedskrives under hensyn til skyldgraden, skadens størrelse og omstændighederne i øvrigt. Forarbejderne forudsætter, at nedskrivelsen kun ganske undtagelsesvis vil kunne ske i tilfælde, hvor der er udvist grov usagtsomhed.<sup>17</sup> Lempelse er bl.a. afvist i U 1998.1137 H. De sagsgøte havde bl.a. procederet på, at der skulle ske lempelse som følge af, at bestyrelsesdrevet havde været uønnat. Lempelse blev ligeledes afvist i U 2010.190 H, hvor direktoren havde handlet forsigtigt. Lempelse efter erstatningsansvarslovens § 24 blev afvist i U 2012.2102 H. Lempelsesreglen i aktieselskabsloven blev derimod anvendt i U 1979.777 V til fordel for tre bestyrelsesmedlemmer, der var børn af den reelle indehaver, og som havde forholdt sig ganske passive over for eksistensen af ulovlige aktionærer. Dommens begrundelse for lempelsen var bl.a. hensyn til den særlige familiemæssige baggrund for de sagsgøtes manglende tilsyn med selskabets virksomhed. Den i dommen beskrevne situation er (var) utvivlsomt typisk i mange familieselskaber, men dommens præmisser bur ikke føre til en accept heraf. Dommens argumentation forekommer naturlig tvivlsom under hensyn til, at fristelsen til at tage (ulovlige) kapitalejerlån ikke mindst forekommer i selskaber af den type, som dommen vedrørte. I U 2011.1290 H afviste Højesteret at lemppe ansvaret efter karakteren af den ansvarsprædragende adfærd, se herom straks i det følgende.

Er der flere ansvarlige, kan ansvaret for den enkelte lempes via en regresfordeling, jf. foran.

Når selskabsformen vælges, bør betalingen herfor også erlægges. Til betalingen hører, at selskabsorganerne opfylder de af loven givne funktioner og herunder påser, at selskabslovene overholdes. Den ansvarsprædragende adfærd

17. Betænkning 540/1969 p. 177. For så vidt angå aktieselskaber udgik erstatningsreglene, og dermed også lempelsesreglen, ved 1996-loven. Forarbejderne anfører om det sidste, at »nedskrivelse af erstatninger eller den nogenlunde lovs § 113 ikke længere har samme reelle betydning, idet en tilsvarende bestemmelse nu er optaget i erstatningsansvarsloven.« Der sigtes til EAL § 24, som er en almindelig lempelsesregel. Se om forholdet mellem lempelsesreglene i erstatningsansvarsloven og aktieselskabsloven Jan Timmermann Pedersen i NTS 2003:2 p. 214 f. Se også Jens Møller og Michael S. Wibye, Erstatningsansvarsloven, 6. udg., 2002, p. 481 f.

i den ovenfor nævnte U 2011.1290 H bestod i, at selskabskapitalen aldrig havde været indbetalt eller været til stede, at der ikke var foretaget bogføring, afregnet for moms og A-skat og ej heller afholdt bestyrelsesmøder. De tre brødre, der udgjorde bestyrelsen, blev anset solidarisk ansvarlige, men den ene bror, der ikke deltog i driften, og som derfor ikke var bekendt med forholdene, skulle friholdes for halvdelen af det beløb, han skulle betale til konkursboet, på grund af revisors mangelfulde rådgivning (dissens på dette punkt). En tilsvarende holdning ses i en anden sag om et familieselskab, U 1977.246 SH samt i den senere dom U 2001.873 H. Denne dom handlade om overdragelse af en ejendom til de to indehavere af et aktieselskab. Indehaverne var ægtefæller og sad i bestyrelsen sammen med den ene ægtefælles far. Begge ægtefæller ansås erstatningsansvarlige, men også faderen ansås ansvarlig. Højesteret lagde til grund, at de oplysninger, der fremgik af regnskabet, var tilstrækkelige til at vise, at overdragelsen var særdeles indgribende for selskabet. Da faderen havde underskrevet regnskabet uden at foretage sig yderligere, ansås han også erstatningsansvarlig. Ansveret blev dog lempet efter AL § 143, stk. 1, bl.a. under henvisning til at faderen hverken havde modtaget oplysninger om dispositionens særlige karakter fra selskabets revisor eller dets advokat. Lempelsen, der i øvrigt skete med dissens, var altså ikke som i U 1979.777 V begrundet i den familiemæssige baggrund. Dommen omtales i bemærkningerne til genindførelsen af erstatningsreglerne i anportselskabsloven. Det anføres her, at ledelsesansvaret op igennem 1990'erne især i de større selskaber blev skærpet i domstolenes praksis og efterfølgende, at domstolenes skærpelse af deres praksis (endvidere) giver sig udtryk i, at domstolene tidligere udviste særdeles stor velvilje mod især familiebestyrelsesmedlemmer i små familieejede virksomheder. Det anføres derefter, at denne holdning ændredes i januar 2001 af Højesteret (henvisningen må være til U 2001.873 H. Højesterets dom er afsagt den 30.01.01), således at erstatningsansvaret for ikke-professionelle bestyrelsesmedlemmer generelt ikke ned sættes som følge af manglende erfaring og viden om ledelse af virksomheder. Ledelsesarbejdet forventes således udført rimeligt professionelt, og det får konsekvenser, hvis dette ikke sker. Jf. om denne dom også i afsnit 14.1.3.4.

At bestyrelsen er utsunnet, fritager som nævnt ikke for et normalt ansvar, jf. U 1925.49 H og U 1998.1137 H.

De enkelte ledelsesmedlemmer kan begrænse deres ansvar i forbindelse med det daglige arbejde som direktion henholdsvis bestyrelse.<sup>18</sup> Direktøren kan undgå ansvar ved at henskyde en afgørelse til bestyrelsen. Normalt også ved at opnå bestyrelsens godkendelse af den pågældende disposition. Herved må dog erindres, at ansvaret for ledelsen – i selskaber med det traditionelle ledelsessystem – påhviler både direktion og bestyrelse. Undertiden vil det være tilstrækkeligt, at direktøren har orienteret bestyrelsen, således at denne evt. kan gribe ind, jf. herved U 1981.973 H. Inden for bestyrelsens rammer vil det ofte være tilstrækkeligt, at bestyrelsesmedlemmet markerer sin modstand ved at stemme imod beslutningen – og sørge for dokumentation herfor i bestyrelsesprotokollen. I mere vigtige tilfælde bor bestyrelsesmedlemmerne tillige orientere de kapitalejere, der har valgt dem, således at kapitalejerne evt. kan udnytte beføjelsen i SL § 89 til at indkalde til ekstraordinær generalforsamling. Dette kan de pågældende gøre uden at krenke deres tvivshedspligt. Nedlæggelse af bestyrelseshvervet, evt. i forbindelse med en sådan orientering, vil, bortset fra helt ekstraordinære situationer, friholde medlemmet for ansvar for fremtidige dispositioner. Et eksempel på, at bestyrelsesmedlemmer ikke i ethvert tilfælde kan holde sig fri for ansvar for, hvad der efterfølgende sker i selskabet, forelå i U 1997.283 H. Her havde formanden for bestyrelsen i et investeringselskab – en advokat – og et menigt bestyrelsesmedlem forladt bestyrelsen, efter at der var konstateret uregelmæssigheder og regnskabsmæssig uorden. Tilbage blev selskabets direktør, som også var legitimeret til at disponere over selskabets midler. Højesteret fandt, at bestyrelsesformanden, men ikke det menige bestyrelsesmedlem havde handlet uforsvarligt ved at fratræde uden nærmere særskilt underretning til investorerne og dermed lade direktøren alene tilbage i ledelsen. Højesteret fandt, at det måtte fremstå som en nærliggende risiko, at direktøren ville misbruge sin dispositionsalgang. Nedlæggelse af bestyrelseshvervet friholder derimod naturligvis ikke for, hvad der allerede er passeret, smt. herved U 1940.563 Ø.

Har selskabet et ledelsessystem med en direktion og et tilsynsråd, skal direktionen, som nævnt, ikke på forhånd forelägge visse dispositioner for tilsynsrådet. Det vil være en sammenblanding af ledelsessystemer, hvis der alligevel udvikler sig en praksis i selskabet om at forelägge sager for tilsynsrådet. Hvis dette er et ønske, bør selskabet vælge den traditionelle ledelsesform. Er en disposition alligevel forelagt tilsynsrådet, kan dette have ansvarsbegrensende virkning, i hvert fald i forhold til selskabet.

18. Se om »ledelsesansvar og ansvarsbegrensninger i Cæsars Fode 2. st., jf. nærmest senere i dette afsnit.

Et særligt spørgsmål er, hvilken betydning den stigende anvendelse af bestyrelsesudvalg har for ansvaret. Det siges i bemærkningerne til revisorlovens § 31 om de pligtmæssige revisionsudvalg, at revisionsudvalgets funktioner ikke berører det ansvar, som i øvrigt påhviler medlemmerne af bestyrelsens eller direktionen. Der ændres således ikke ved dansk rets gældende ansvarsregler. Specielt ansøres, at der ikke gælder en særlig ansvarstørrelse for det medlem, der har særlig regnskabs- og revisionsmæssig kompetence. At der gælder uændrede ansvarsregler, er imidlertid ikke det samme som at sige, at ansvarsansættig betydning bløde for udvalgets medlemmer og for de øvrige bestyrelsesmedlemmer. Når det fremhæves, at ansvarsbedømmelsen er individuel, jf. foran, ligger heri både, at medlemmerne af et bestyrelsesudvalg skal udøvere det arbejde, som påhviler udvalget, på en ordentlig og forsvarlig måde, og at den øvrige bestyrelse som udgangspunkt kan stole på, at dette også sker.

Ansvaret efter de danske erstatningsregler opleves i stigende grad som belastende i mange selskaber. Som nævnt føres en stadig debat om ansvarsretts udstrækning. Der rejser sig her bla. det spørgsmål, om i hvilket omfang ledelsen kan friholdes for ansvar, og hvorledes dette kan ske gennem en ansvarsforsikring. Herunder om selskabet kan tegne – og betale – for skadeforsikringer. Spørgsmålet er uomtalt i selskabslovene. Det antages, at forsikring både kan tegnes og betales af selskabet i et rimeligt omfang. Det bliver mere og mere almindeligt at ansvarsforsikre ledelsen, navnlig i de største selskaber.<sup>19</sup>

I stedet for at tegne ansvarsforsikring har der udviklet sig en praksis, hvor selskabet udsteder en *friholdseserklæring* til bestyrelse og direktion. Selskabsloven indeholder ikke bestemmelser herom, og det er omdebatteret i teorien, i hvilket omfang sådanne erklaeringer er holdbare. Carsten Fode a.st. p. 173 ff. analyserer såvel dansk som international teori og praksis om spørgsmålet. Fodes analyse viser, at der er stort divergerende meninger om, hvorvidt friholdseserklæringer er acceptable, og om hvilket retsgrundlag der er

19. Se om bestyrelsesforsikring nærmest: Kåre Stubkjær Andersen, Ledelsesansvar og ledelsesansvarsforsikring, 2011, Samuelson og Søgaard, Rådgiveransvaret, p. 105 f. og senest Carsten Fode, Ledelsesansvar og ansvarsbegrensinget, 2020, p. 219 ff. Bestyrelsesansvar er ikke uden videre dækket af en almindelig advokationsforsikring, men kan medforsikres. I amerikansk ret er ansvarsforsikringer for ledelsen – benævnt *D & O - insurance* udtrykkeligt tilladt i de fleste staters selskabslove, jf. f.eks. *General Corporation Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2021, p. 464 f., jf. også Døtrup, Skadestindsansvar, p. 313 f., og samme Bolagsledningens skadestindsansvar, p. 149 f. Moderniseringebetænkningen 1498: 2008 p. 46 anfører, at højtidig praksis er rimelig og formuleringen betegner.

egnet til at afgøre spørgsmålet. Både selskabstilige regler og aftaleretlige regler ansøres som grundlag. Fodes konklusion p. 218 er sammenfattende uledes: »Tjener aftalen efter en konkret bedømmelse selskabets interesse og dermed den enkelte kapitalejers interesse, vil aftalen som udgangspunkt være gyldig. Er der elementer i en aftale, som er urimelige, vil domstolene kunne ændre sådanne vilkår. Som en generel sammenfatning af retsstillingen kan denne formulering tilstrædes.<sup>20</sup>

### 14.1.3.2. Ansvarer over for selskabet eller dennes bø

Ledelsen skal drive selskabet forsvarligt under hensyntagen til, hvad der tjener selskabets interesser. De foran i kapitel 9 beskrevne regler om ledelsens opgaver og pligter og om ledelsens almindelige stilling i selskabet udgør grundlaget for den erstatningsretlige culpabedommelse. En beskrivelse af erstatningsansvaretets indhold er identisk med en beskrivelse af ledelsens remæssige handlemåde; ikke nødvendigvis den forretningsmæssigt optimale, men et minimum, der skal til, for ikke at pådrage sig personligt ansvar.<sup>21</sup>

I anglo-amerikansk ret sondres sædvanligvis mellem ledelsens *duty of care* og dens *duty of loyalty*.<sup>22</sup> En lignende sondring kan anvendes ved beskrivelsen af dansk ret. Ledelsens *duty of care* angiver de almindelige pligter, som en ledelse skal opfylde for at lede selskabet forretningsmæssigt forsvarligt. *Duty of loyalty* angiver – selvfolgtelig – at ledelsen har en loyalitetspligt i forhold til selskabet. Loyalitetspligten indebærer, at ledelsen med sine dispositioner skal *vareseje selskabets interesser* (frem for sine egne), jf. også foran i kap. 9.3.4. I U 1981.973 H (Røde Vejrmolle) frifandtes således en direktør, som havde solgt varer til nedsatte priser til et andet selskab, som han ejede, bl.a. fordi han havde »foretaget nedsettelserne ud fra et loyalt forretningsmæssigt skøn». I U 2010.190 H ansås et bestyrelsesmedlem/øktydende aktionær omvendt for erstatningsansvarlig for at overføre et selskabs aktiviteter til sit eget selskab. I U 2011.963 H blev en direktør forpligget til at tilbageholde et beløb, som han havde ydet selskabet som et ansvarligt lån, men som han havde ladet selskabet tilbagebetale, uanset at selskabet var i økonomiske vanskeligheder.

Spørgsmålet om loyalitetspligten var også fremme i Capinordic-dommen, U 2019.1907 H. Capinordic-dommen er mest kendt fordi den anerkender den

20. Jf. herimod bl.a. Werkauff, Selskabrett 11. udg., p. 708, som stiller sig kritisk til »hvilke retsvirkninger en sådan erklæring overhovedet kan få».
21. Jf. herved Gonon i U 1971B, p. 117 og samme i U 1993B, p. 145 f. 147.
22. Se f.eks. Cox & Hazen *Treaties on the law of Corporations, 2010-2017*, og Gestalt, *Corporation Law*, 3<sup>rd</sup> ed., 2021, p. 291 ff. Se også Gower and Davies' *Principles of Modern Company Law*, Ninth ed., 2012, p. 525 f.

såkaldte »business judgment rule«, men Højesteret anfører også, at *rationale* forsigtighed (med at tilslidensætte de forretningsgennemgangsiske skove) skal ikke udværes, hvis det må antages, at en bevilling af et lån eller en anden disposition knyttet hertil ikke alene er foretaget ud fra forretningsgennemgangsiske hensyntil banken, men også ud fra andre – og banken uvedkommende hensyntil. Højesteret finder, at der i en sådan situation må stilles skærpede krav til, at det er blevet sikret, at bankens interesser ikke er blevet tiltrættes. Denne omflyd indikerer, at bevisbyrden i sådanne tilfælde vender. Man kan også se udvalget som en begrænsning i business judgment-reglen, jf. nærmere nedenfor om den amerikanske udvikling.<sup>23</sup>

Ledelsen vil i nogle situationer, hvor der foreligger interessekonflikt mellem ledelsens egne og selskabets interesser, være uthabil, men selv om dette ikke direkte er tilfældet, vil ansvarsbedemningen formentlig være strengere, hvor en beslutning kan tankes at være påvirket af ledelsens personlige interesser, end i tilfælde, hvor ledelsen utvivlsomt handler til varagtelse af selskabets interesser. Det er dog for vidtgående at sige, at der ligefrem gælder en regel om omvendt bevisbyrde i disse tilfælde, jf. herved U 1997.179 H om en enkantpartshavers fortsættelse af virksomhed i et nyt anpartsselskab efter det første anpartsselskabs konkurs.<sup>24</sup>

I amerikansk ret spiller det en rolle for ansvarsbedemningen, om en afgørelse i ledelsen er taget eller bifaldet af såkaldt »disinterested directors«. Et dette tilfældet, er der en formodning for, at beslutningen er taget med loyal hensyntagen til selskabets interesser.<sup>25</sup> Det er nærliggende at formulere et lignende synspunkt i dansk ret. Se herved også Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 3.2 om bestyrelsесmedlemmers uafhængighed, jf. herom foran i kap. 9.3.

*Krenkelse af minoritetsinteresser* eller individualrettigheder sker ikke altid i forbindelse med generalforsamlingsbeslutninger, men kan lige så godt gennemføres på ledelsesplan. Derfor indeholder SL § 127, stk. 1, en bestemmelse, der svarer til generalklausulen i SL § 108, som angår ugyldige generalforsamlingsbeslutninger, jf. herom foran i kap. 12.4. Eksempelvis kan ledelsens dispositioner uden for det vedtægtsbestemte formål medføre erstatningspligt, hvis selskabet lidet tab herved, jf. herved U 1966.31 H. Det samme gælder, såfremt ledelsen ved fastsættelsen af direkturion, ydelse af lån, fastlæggelse af kontraktvilkår m.v. giver sig selv eller andre uberettigede for-

23. Jf. herved *Karsten Engsig Sørensen* i U 2019B, p. 299 f.

24. Jf. herved Sofriid, *Bestyrelsens beslutning og ansvar*, 1999, p. 366 f.

25. Jf. herved *Principles of Corporate Governance*, 1994, vol. 1, part V.

dele sml. således bl.a. U 1989.812 H, U 1966.39 V, U 1929.181 6, U 1932.488 H, U 1917.557 SH og U 1921.156 H.

Det er bestyrelsens – eller tilsynsrådets – opgave at føre tilsyn med, at direktøren udfører sine pligter. Som omtalt foran i kap. 9 fastlægger bestyrelsen selv sin rolle i selskabet; graden af dens aktivitet. Selskabsloven fastlægger ikke, hvorledes det enkelte selskab ønsker at indrette sin organisation. Man kan derfor ikke give en entydig beskrivelse af bestyrelsens pligter som udgangspunkt for en ansvarsbedømmelse. Har selskabet imidlertid valgt en bestemt organisationsmodel, som indebærer, at de enkelte ledelsesorganer eller bestemte ledelsesmedlemmer skal varetage bestemte opgaver, skal disse opgaver naturligvis varetages. En ansvarsvurdering må tage udgangspunkt heri. Ansvarsreglerne sætter imidlertid i alle tilfælde en minimumsgrænse for bestyrelsens aktivitet. Det er et realindhold i kravet i SL § 115 om, at bestyrelsen skal påse, at de i bestemmelserne opregnede opgaver varetages på tilfredsstillende måde. Manglende aktivitet og tilsyn forelå eksempelvis i U 2001.873 H, hvor en byggegrund og et bilhus blev overdraget til en kobesum væsentlig under markedsværdien. Ved dommen blev også faderen til de to ægtefæller, der drev selskabet, fundet erstatningspligtig for ikke at have søgt nærmere oplysninger om og gøre ind overfor en kritisk disposition – overdragelsen – som fremgik af selskabets regnskab. Faderens ansvar blev dog lempet efter AL § 143, stk. 1 (nu SL § 363, stk. 1), jf. om dommen også foran i afsnit 14.1.3.1. Se også U 2011.1290 H, hvor tre brødre, som drev et selskab, blev anset solidarisk ansvarlige for kreditorenes tab. Dette gjaldt også den ene bror, der var formand for bestyrelsen, men ikke deltog i virksomheden. Der var hverken afdoldt bestyrelsesmoder eller fulgt op på bogføring og budgetter.<sup>26</sup>

Bestyrelsen kan frit vælge, hvilken metode den ønsker at anvende med hensyn til tilsynet – om den selv vil udføre (en del af) kontrollen eller overlade arbejdet til andre. Overlades arbejdet til andre, må bestyrelsen påse, at disse andre har de fornødne kvalifikationer, og at de rent faktisk udfører arbejdet. Man kan sige, at tilsynspligten er et enkelt udtryk for, at bestyrelsen må skaffe sig relevant information om selskabets forhold og foretage relevante handlinger på dette grundlag.<sup>27</sup>

26. Sofruds, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999, p. 162 f., sætter »spørgsmålstegn ved, om der med henblik på ansvarsbedømmelsen overhovedet er grund til at fremhæve udførelse af tilsyn (Sofruds fremhævelse), som en særlig funktion for bestyrelsen«. Sofruds anfører, at »Dette kan ikke antages«, uanset at § 54 anvender ordet »påse«, og uanset at § 56, stk. 5, nr. 3, direkte kræver, at de børsnoteerde selskabers forretningsorden »fastlægger, hvorledes bestyrelsen fører tilsyn med direktørens

Bestyrelsen er i vidt omfang afhængig af, at direktionen og evt. selskabets revision giver fuldstændige og korrekte oplysninger til brug for bestyrelsesarbejdet. Direktionen bør af egen drift sørge for, at bestyrelsen får relevante oplysninger, jf. herved U 2014.345 H, hvor Højesteret udtalte kritik af den manglende orientering til bestyrelsen, men frifaaet direktøren på grund af manglende årsagsforbindelse. Bestyrelsen kan i almindelighed ståle på, at de modtagne informationer er korrekte og fuldstændige. Bestyrelsen kan dog ikke blot passivt afvente at modtage information om selskabets forhold. Bestyrelsen må aktivt bestrebe sig for, at den kommer til at tage stilling til virksomhedens centrale problemer, og for at dette sker på et forsvarligt grundlag.<sup>27</sup>

Tilsynsrådets opgaver efter SL § 116 omfatter, som nævnt, de samme fem punkter, som nævnes som bestyrelsens tilsynsopgaver efter SL § 115.

Ansvarsreglerne indeholder snarere et krav om *aktivitet og stillingtagen* til selskabets problemer end et krav om specifik fagkyndighed. Bestyrelsens tilsynsråd må afholde så mange bestyrelsesmøder, som skal til, for at det er muligt at følge selskabets udvikling, og på moderne skal der foreligge aktuelle og relevante oplysninger om selskabet. Helt centralt står kravet om tilsyn og kontrol med selskabets økonomiske udvikling. Fundamentalt en kontrol af, at der overhovedet aflagges regnskaber, og at der føres en effektiv intern kontrol, jf. herved bl.a. U 1920.183 Ø, U 1932.869 H, U 1977.246 SH og den ovenfor nævnte U 2011.1290 H. Der er i hvert fald ansvar for forhold, som uden speciel regnskabskyndighed kan læses ud af regnskaberne, jf. U 1979.777 V, om ansvar vedhørende ulovlige aktionærin, som bestyrelsesmedlemmerne »blot ved en gennemlæsning af A's regnskaber kunne være blevet bekendt med«, jf. herved også U 2001.873 H, hvor Højesteret lagde til grund, at de oplysninger, der fremgik af selskabets årsregnskab, var tilstrækkelige til at vise, at en overdragelse af selskabets ejendom var serdels indgribende for selskabet, jf. om dommen også foran. Ansvar for manglende tilsyn efter AL § 54, stik. 3, blev statueret i den foran omtalte dom i U 2007.497 H. Bestyrelsen fandtes at have udvist en betydelig uagtighed ved ikke at have reageret på, at rejseselskabet i væsentligt omfang solgte rejser til priser, som end ikke dækede de direkte omkostninger.

nens ledelse af selskabets virksomhed og med datterselskaberne. Denne opfattelse kan ikke tiltrædes.

27. J.E. Gomord i U 1971B, p. 119 og samme i U 1993B, p. 145 f. og 147. Se også tilsvarende Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 2.1.4 om rapportering fra direktion til bestyrelse.

Efter gennemførelsen af kapitaltahsreglerne i de tidligere selskabslove, nu SL § 119, og senere reglen i AL § 54, stk. 3, 1. pkt., nu SL §§ 115 og 116, nr. 5, om selskabets kapitalberedskab, må kravene til bestyrelsens tilsynsrådets tilsyn med selskabets økonomiske udvikling anses for skærpe i væsentlig grad. Bestyrelsen må navnlig skærpe sin opmærksomhed, når selskabets økonomiske stilling er svag eller udviklingen negativ, jf. nærmere nedenfor om ansvaret over for enkeltkreditorer.

Bestyrelsen kan normalt gå ud fra, at direktøren og personalet er personligt hæderlige og i det hele holder sig inden for lovgivningens rammer. Besvigelser begået af direktøren eller personalet kan ikke ubetinget forlanges opdaget af den eksterne revision, jf. foran i kap. 13.2.4, og så meget mindre af bestyrelsen eller, vedrørende personalet, direktøren. Bestyrelsen skal alene påse, at der findes et system, som indebærer en rimelig kontrol, jf. herved også foran i kap. 13 om et revisionsudvalgs opgaver. Det er uden erstatningsretlig betydning, om selskabet vælger at have en tilstrækkeligt *intern kontrol*, eller selskabet f.eks. benytter den eksterne revisors bistand. Foreligger der imidlertid på grundlag af de informationer, som bestyrelsen er, eller burde være, i besiddelse af, indikationer på misbrug, kan bestyrelsen ikke forholde sig passiv, men må reagere på en hensigtsmæssig måde. Sml. herved U 1997.283 H (en hensigtsmæssig måde var ikke at fratræde uden underretning til investorerne). Se herved også U 2015.2075 H, *Metary Card*, hvor bestyrelsesformanden ikke havde reageret på kritik af direktøren fra en fratrådt økonomidirektor. Direktøren blev i Landsretten idømt såvel straf som erstatningsansvar. Højesteret fandt ikke, at der på grundlag af en enkeltstående fejl var grundlag for at pålægge bestyrelsesformanden erstatningsansvar, se tilsvarende U 2014.345 H.

Heller ikke andre ulovligheder har bestyrelsen uden videre ansvar for, medmindre en almindelig overholdelse af tilsynspligten muliggør, at forholtet bliver bestyrelsen bekendt, jf. således U 1979.777 V og nedenfor om afregning af A-skat m.v.

Ledelsen må efter dagens opfattelse både tage stilling til og håndtere selskabets finansielle og legale risici. Dette er en del af ledelsens *duty of care*. Varetagelse af *risk management* er blevet en vigtig del af ledelsens forpligtelse. Risk management indgår i mange corporate governance codes, således i *Anbefalinger for god Selskabsledelse* punkt 5 med den danske betegnelse *risikostyring*<sup>28</sup> og i OECD's *Principles of Corporate Governance*.<sup>29</sup>

28. Se hertil generelt bl.a. *Jon Iversen*, Legal Risk Management, 2. udg., 2007, og *Paul Krüger Andersen*, Risk management – i selskabsretligt perspektiv, Festschrift til Nis Jul Clausen, 2013, p. 11 f.

Ordet risikostyring fandtes ikke i aktieselskabsloven. Specielt § 56, stk. 5, nr. 7, som pålagde bestyrelsen at følge op på placer, budgetter og lignende samt tage stilling til rapporter om selskabets likviditet, økonomiske forhold, pengestremme og særlige risici, handler dog ikke om risikostyring. SL §§ 115 og 116 nævner nu direkte risikostyring som en af bestyrelsens/tilsynsrådets pligter.

Ledelsens risikostyring omfatter den interne kontrol vedvarende selskabets økonomi. Heri er der i sig selv ikke så meget nyt. Mere nyt er der i, at ledelsen også må se på selskabets juridiske risici. Det anses som en stigende vigtighed i denne sammenhæng. Det er ikke ualmindeligt, at selskabet overholder konkurrencelovgivningen, borsregler om insiderhandel m.m., miljøregler, hvidvaskregler osv. Et stigende antal selskaber ansætter særlige *compliance officers* eller etablerer *complianceprogrammer*<sup>29</sup> til sikring heraf.

Det erstatningsretlige perspektiv i denne udvikling er naturligvis, at manglende omhu med selskabets risikostyring kan udlese anselige tab for selskabet i form af erstatningsansvar, konkurrencebedrør m.v. og i næste rekke for ledelsen i forhold til selskabet eller dennes kreditorer.

Ledelsen skal naturligvis bestræbe sig på at drive selskabet forretningsmæssigt optimalt. Ledelsen skal udvise omhu med hensyn til at sætte sig ind i selskabets forhold, med at skaffe sig de informationer, der skal udgøre ledelsens beslutningsgrundlag, og den skal søge at træffe de rigtige beslutninger. Målestokken for, om der – i ansvarsmæssig henseende – er udvist tilstrækkelig omhu, er en normativ bedømmelse af, hvorledes en ordentlig ledelse bør handle i den givne situation. I målestokken indgår både de handlenormer, der kan udledes af de gældende retsregler, og anerkendte forestillinger om, hvordan et moderne erhvervsliv fungerer. Det er ledelsens opgave at drive virksomheden og foretage de relevante skøn m.v. Mindre duelighed i så henseende, fejlsken med hensyn til udvikling i konjunkturer og erhvervsmæssige udviklinger medfører ikke erstatningsansvar. Domstolens opgave er ikke at

29. OECD's Principles, 2015 review, jf. hertil OECD's publikation Risk Management and Corporate Governance, OECD Publishing, 2014. I Storbritannien anses virksomhedens assessment and controls for at være et af ti »principia« eller »grundthemen« i corporate governance. Se herved Tolley's Corporate Governance Handbook, sec.ed., 2003, p. 95 f., 347 f. og 640 f.
30. Se således vedrørende tysk ret Schneider i ZRP 2003 p. 645 f. og Fleischer i AG 6/2003 p. 291 f. Den danske advokat- og revisorbranche har optaget udarbejdelse af compliance-programmer i branchens tilbud til virksomhederne, se heromfor Jon Hansen, a.st. og Risk Manager Torben Sørensen i ET nr. 2/2013 p. 123 f.

overkunne ledelsens forretningsmæssige vurderinger ud fra bakspejlede tegninger. Jf. herved den i amerikansk ret formulerede *business judgment rule*. Denne regel er almindeligt anerkendt, således også i Danmark.<sup>31</sup> At vorlige fejlskan m.v. fra ledelsens side medfører derimod efter omstændighederne, at direktionen afskediges, eller bestyrelsen afsættes. Erstatningsansvar kan naturlig tænkes pådraget ved enkeltsidende dispositioner foretaget uden tilstrækkelige undersøgelser af de faktiske forhold eller utilstrækkeligt kendskab til gældende lovregler.

»*The business judgment rule* er anerkendt i dansk retspraksis. I Capinordic-dommen, U 2019.1907 H, blev der procederet direkte på reglen, og landsretten udtalte generelt, »at der bør udvises forsigtighed med at tilside sætte det forretningsmæssige skøn der er udøvet af bankens bestyrelse og direktion ved bevillingen af lån». Højesteret gentager i præmisserne den citerede bemærkning fra landsretten i relation til bevillingen af lån, men tilfejer, at samme forsigtighed ikke skal udvises, hvis det må antages, at en bevilling af et lån eller anden disposition knyttet hertil ikke alene er foretaget ud fra forretningsmæssige hensyn til banken, men også ud fra andre – og banken uvedkommende – hensyn. Højesteret finder, at der i en sådan situation må stilles skærpede krav til, at der blev sikret, at bankens interesser ikke er tilsidesat. Højesteret fandt det ikke godt gjort, at banken har været indrettet på en måde, der i sig selv kan begrunde et erstatningsansvar.

Højesteret fandt derimod efter en konkret vurdering af en række linjerangementer, at ledelsen i Capinordic var erstatningsansvarlig i forhold til Finansiell Stabilitet.<sup>32</sup> Domstolene har tilsvarende foretaget en konkret bedøm-

31. Jf. således allerede *Gomard* i U 1993B, p. 152 og *Gomard/Schaumburg-Müller*, Kapitalsekskaber, 8. udg., 2015, p. 622 f., *Berg* og *Langsted* i U 1994B, p. 183 f. samt *Jøn Schous Christensen*, Kapitalsekskaber, 5. udg., 2017, p. 722 f.; sml. dermod Sofrød, Bestyrelsens beslutning, 1999, p. 134 f. »*The business judgment rule* er ikke kodificeret i amerikansk ret. Der er en række konkurrerende teorier om reglens nærmere indhold. En ofte citeret dom fra Delaware (*Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d. 805, 812 (Del. 1984)) formulerer reglen således: »A presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that the action taken was in the best interest of the company. Absent of an abuse of discretion, that judgment will be respected by the Courts. The burden is on the party challenging the decision to establish facts rebutting the presumption». En lignende forudsætning gælder formentlig også i dansk ret, jf. om Capinordic-dommen U 2019.1907 H ovenfor i teksten. Se om amerikansk ret Leks. Clark, Corporate Law, 1986, p. 123 f., Cox, Hazen, O'Neal, Corporations, 1997, p. 183, og Bainbridge, Corporation Law, 2015, p. 107 f.

32. Capinordic-dommen handlede om ledelsen i en bank. Dommen rejser spørgsmålet om, hvorvidt erstatningsansvaret for bestyrelsen i banker, der er undergivet senregulering,

krav og særligt tilsyn efter reglerne i lov om finansiell virksomhed, er ikke opført i lov  
helt til den almindelige culpa-regel, der gælder for ledelsen i almindelige virksomheder.  
*Schleswigsborg-Århus og Werkraff, Selskabslovens*, 3. udg., 2020, §. Werkraff, Se-  
nskabet, 11. udg., 2019, p. 680, besvarer i tilslutning til et sags fra dommen opre-  
stillet således, at der ikke er grundlag for at fastslå, at der gælder skærpet ansvars-  
norm for ledelsesmedlemmer i en bank.

Betænkning nr. 1575:2021 om skærpet ansvarsvurdering for ledelsesmedlemmer  
mv. i den finansielle sektor gennemgår såvel de straffelagte regler i den finansielle  
lovgivning som praksis vedrørende ledelsesansvar efter finanskrisen. Betænkningens  
konklusion henviser til den politiske aftale, som ligger til grund for betænk-  
ningen. Det siges, at den aktuelle retsstand, som kommer til udtryk i bl.a. Højesterets  
Capinordic-dom, hvoraf det fremgår, at det ikke kan legges til grund, at der gælder et  
udvidet erstatningsretligt ansvar, er utilfredsstillende ... Udvælget skal endvidere  
vurdere, om der er behov for at skærpe den erstatningsretlige ansvarsvurdering i for-  
hold til ledelser i finansielle virksomheder.

Betænkningens afsnit 3.1.3 opregner erstatningsagerne i de 14 pengesagerne,  
som Finansiel Stabilitet overtog. I fem af sagene er der ikke anlagt erstatningsager. I  
de øvrige overtagne institutter er der anlagt retssager om erstatningsansvar mod per-  
soner i bestyrelsen, direktionen og eventuelt revisionen.

Betænkningens kapitel 7 gennemgår geldende ret om erstatningsretligt ledelses-  
ansvar i finansielle virksomheder, herunder culpa-normen og ledelsesansvar i re-  
præcis. Det anføres, at det er fastslået i retspraksis, at ledelsesansvar i finansielle  
virksomheder skal bedømmes efter den almindelige culpa-norm, jf. for eksempel Ha-  
jesterets dom i Capinordic Bank-sagen, U 2019.1907 H, og i Højesterets dom i Eik  
Bank-sagen, U 2020.3547 H.

Udvælgets overvejelser om skærpling af den erstatningsretlige ansvarsvurdering  
findes i betænkningens kap. 8. Udvælget finder grundlæggende, at culpa-reglen fortalt  
er egnet som grundlag for ansvarsvurderingen (også) i finansielle virksomheder, idet  
udvalget peger på, at de særlige krav i lovgivningen om finansielle virksomheder ved-  
rørende ledelsens pligter og kompetencer (bl.a. fit and proper-kravene) kan og bør ta-  
ges i betragtning ved culpa-vurderingen. Udvælget finder ikke grundlag for at anbefa-  
le et professionsansvar. Denimod anbefaler udvalget omvendt bevisbyrd i særlige til-  
fælde, herunder hvor der foreligger inhabilitet eller interessenkonflikt. Det foreslås  
yderligere, at der indføres en hæftelse på objektivt grundlag for aftaler, der strider  
mod reglerne i lov om finansiel virksomhed §§ 76 eller 78 indgået uden at være fore-  
lagt bestyrelsen. Det foreslås, at hæftelsereglen gøres subsidiær til selskabslovens  
hæftelseregel i SL § 215, stk. 2. Udvælget foreslår yderligere, at tilsidehænselse af in-  
terne politikker og interne retningslinjer, der har til formål at forhindre, at den finan-  
sielle virksomhed påtager sig risiko ud over, hvad der er forsvarligt, eller afgiver for  
virksomhedens forretningssidel, og som har væsentlig betydning for den finansielle  
virksomheds risiko for tab, skal indgå med større vigt i ansvarsvurderingen.

Det politiske ønske om en skærpling af reglerne om ledelsesansvar i finansielle  
virksomheder er imødekommet ved en skærpling af kravene vedrørende ledelsens  
pligter og kompetencer samt de ovennævnte skærpelser vedrørende bevisbyrd mv.

else af linencarrangementer i de såkaldte banksager, jf. Mådes bl.a. 1020.3547 H om EIK Bank

„The business judgment rule“ vedrører skønnet over ledelsens forretningsmæssige handlinger. Den udtrykker en sund skepsis over for, at domstolen tiller deres vurderinger af forretningsmæssige forhold over ledelsen. Andre ledes forholder det sig med hensyn til undladelser. Når selskabsloven krever, at bestyrelsen skal *sorge for, tage stilling til, skal påse, skaffe sig sikre oplysninger*, tildelegges en handlepligt, som domstolen både kan og vil efterprove overholdelsen af.

Ansvaret for manglende kendskab til eller overholdelse af lovgivning er normalt særligt strengt, når sagen angår overholdelse af selskabsloven eller selskabernes vedtægter, jf. herved U 1966.31 H, Heimdal. Det bagvedliggende argument er, at den præcivering af pligter, handleregler m.v., som er udtrykt ved, at der er formulert regler herom, blidt giver et klarere grundlag for et ansvar end den mere ubestemte culparegel og er udtryk for en vægtning af de pågældende pligter og handleregler.<sup>33</sup>

At ledelsen skal udvise omhu, betyder ikke, at den skal optænde forsigtighed. Risikosyning betyder ikke, at ledelsen skal undgå risiko. Selskabsloven blander sig principielt ikke i, om der føres en ekspansiv og risikobetonet forretningspolitik eller det modsatte. Hvis ledelsen i bestræbelser på at øge shareholder value eller på at blive et betydelige IT- eller bioteknologisk liniefinansieller i betydelig grad, er der i sig selv intet ulovligt eller ansvarsprædragende heri. Naturligvis forudsat, at ledelsen ikke vildslider kreditorene med hensyn til selskabets kreditværdighed.

Undertiden droftes, om ansvar kan trækkes for at pådrage selskabet risici, som ikke står i rimeligt forhold til selskabets økonomiske eller forretningsmæssige kapacitet (underkapitalisering). Synspunktet har været anvendt i zidre domspraksis, jf. således SHT 1941.169 om spekulationsforretninger i frø, sml. også SHT 1942.251. Sml. herved også U 1984.1115 SH, hvor sagsoverens anbringender om underkapitalisering og manglende sagkundskab dog forkastedes. Underkapitaliseringssynspunktet har navnlig været anvendt i diskussionerne om moderselskabers eventuelle ansvar for datterselskabens

Udvalget har ikke eksplisit forholdt sig til kommissariets afgørdningen fra Cap-nordic-dommens udtalelse om, at der ikke gælder et udvidet erstatningsretligt ansvar for ledelsen i finansielle virksomheder. Med anbefalingerne om skærpede pligter og kompetencekrav er der imidlertid lagt op til, at Cap-nordic-dommen ikke uden videre vil være retningsgivende i fremtidige ansvardsager.

33. J.L. Gomard i U 1971B, p. 121, jf. Gomard/Schaumburg-Müller, Kapitalhedsråber, p. 627 f., samt Berg og Langsted i U 1994B, p. 164.

geldt, jf. herom nedenfor i kap. 15. Underkapitalisering er et vanskeligt begreb at arbejde med. Det har ikke en fast betydning.<sup>34</sup> Begrebet anvendes dog i selskabsloven. Når man taler om ansvar over for kreditorerne, legger det sigens natur, at kreditorerne først lider tab, når selskabet går konkurs og derfor kan siges at have været underkapitaliseret. Dette medfører ikke i sig selv ansvar for nogen. Der skal mere til. Noget andet er, at selskabets lødelse må være omhyggelig med ikke at vildlæde kreditorerne om selskabets økonomiske situation. Aflæggelse af vildlædende regnskaber eller afgivelse af andre urigtigheder.

34. Se berømtnumrene Paul Krüger Andersen, Studier i dansk konkursret, 1997, p. 639 f.
- Norske selskaber skal efter afd./afsl. § 3-4 til en hver tid... ha et egenkapital og en likviditet som er forsvarlig ut fra risikoen ved og omfanget af virksomheten i selskapsretten. Den norske bestemmelse lægger op til, at domstolene kan vurdere, om selskabets kapitalstruktur – forholdet mellem selskabets egenkapital og fremmedkapital – er forsvarlig. På den måde kan man se bestemmelsen som rettet mod underkapitalisering.

Den danske selskabslov indeholder ikke en regel, der modstørter reglen i afd./afsl. § 3-4. Selskabslovens grundholdning er, at selskabet som udgangspunkt fra kan vælge sin kapitalstruktur. Reglen om *forsvarlig kapitalberedskab* i SL § 119, stk. 2, kunne læses i retning af den norske bestemmelse, men skal ikke læses sådan, jf. om kapitaltaktsreglen ovenfor i teksten. Kapitaltaktsreglen i SL § 119 giver selskabet meget frie rummer med henblik på at forholde sig til et konstateret kapitaltab. Betænkelsesværdigt er også den stadige senkning af kravene til mindstekapitalen og indtællelsen af *tværkætnerselskabet* med et mindstekrav på 1. kr. Grundideen med tværkætnelskabet var at give entreprenører en selskabsretlig ramme for deres virksomhed. Entreprenør- og virkstvirksomheder er ikke karakteriseret ved, at de har adgang til betydelig kapital. Tværtimod er deres forretningsmodell typisk sådan, at de i en vinkelperiode har brug for at få tilsat kapital, som selvfølgelig både kan have form af egenkapital og fremmedkapital.

Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 2.3.1 udtrykker korrekt selskabslovens holdning, når det anbefales, at »bestyrelsen løbende påser, om selskabet har en kapital- og aktiestruktur, som understøtter en strategi og langsigtede verdiskabelse ...».

Vurderingen af, om et selskab kan aflægge regnskab som going concern, beror heller ikke på, om selskabet har en bestemt balance mellem egenkapital og fremmedkapital. Hvis selskabets bankforbindelse eksempelvis stiller yderligere kredit til rådighed, hvis dette er nødvendigt, behover revisor ikke at tage et going-concern forbehold.

Ved vurderingen af, om det såkaldte hæblosshedstidspunkt er indtrådt, er det heller ikke afgørende, om selskabet karakteriseres som underkapitaliseret. Afgørende er, om selskabet har skabt realistiske muligheder for at overleve. Midlerne her til kan være meget forakellige.

Skal man sammenfatte den danske regulering med et enkelt ord, er det, at der lægges afgørende vægt på, om selskabet er levedygtigt.

lige oplysninger om selskabets økonomi er klart ansvarspligtende, se f.eks. U 1982.1062 Ø og videre nedenfor i punkt 14.1.3.4.

Når bestyrelsen efter bestemmelserne i SL §§ 115 og 116 har pligt til at tage stilling til, om selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt, må der først og fremmest heri lægges et absolut krav om aktuelt kendskab til selskabets økonomiske, herunder især likviditetsmæssige, situation, men desuden også et krav om vurdering af, om det aktuelle kapitalberedskab, dvs. selskabets egne midler, dets låneligheder m.v., har et formustringt forhold til omfanget og karakteren af selskabets virksomhed. På baggrund af bestemmelsernes ordlyd vil det principielt være muligt at pålægge ledelsesansvar, hvis ledelsen ikke reagerer på en manglende balance mellem selskabets kapitalgrundlag og dets aktivitet. Lovens formulering, at bestyrelsen skal påse, henholdsvis sikre, what der er et forsvarligt kapitalberedskab, viser, at det centrale er ledelsens handlepligt, dens pligt til at erkende de økonomiske problemer og til at handle ud fra denne viden. Selskabsloven indeholder ikke et bestemt solvenskrav til selskaberne, men forarbejderne anfører, at det efter en tavlanlig culpavurdering kan betegnes som uagtsomt at tilrettelægge driftens baseret på en høj gjeldsatning.<sup>23</sup> Man kan spørge, hvad denne i sig selv formustringe udtalelse giver af mening bl.a. i forhold til iværksætterselskaber, der har kunnet påbegynde virksomhed på grundlag af en startkapital på en krone. Det ændrer heller ikke afgørende i denne logik, at iværksætterselskaberne er aflost af almindelige anpartsselskaber med en minimumskapital på 40.000 kr. Svaret er, at et selskab med en ringe egenkapital, fra selskabets stiftelse eller senere, meget vel kan være levedygtig, hvis det har lagt troværdige budgetter m.v. og skaffet tilstrækkelig likviditet. Vurderingen af, om selskabet har et forsvarligt kapitalberedskab, kræver ikke alene, at bestyrelsen forholder sig til fortiden, men også at der foretages en fremadrettet vurdering. Ingen selskaber kan overleve uden tilstrækkelig likviditet, hvilket den aktuelle coronakrise klart demonstrerer, og det er ikke en troværdig overlevesesstrategi, hvis et selskab, som det skete i U 2007.497 H (Calypso Rejs), søger at løse sine problemer ved at sælge produkter, rejser, til priser, der ikke dækker de direkte omkostninger. Selskabets bestyrelse fandtes erstatningsansvarlig for manglende tilsyn og for ikke i tide at have grebet ind.

Ved ansvarsbedemmelserne skal det som nævnt ovenfor tages i betragtning, at kreditorene via selskabernes regnskaber har mulighed for at vurdere sel-

5. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 233 samt moderniseringsteknologien nr. 1498, 2008, p. 896 f. ff. om selskabets kapitalberedskab også Paul Krüger Andersen, Studier i dansk konkurrencet, 1997, p. 659 f., Sejrup, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999, p. 192 f.

skabets soliditet. Har kreditorene – eller har kreditorene mulighed for at skaffe sig – fuldt kendskab til selskabets (manglende) soliditet, kan de afslør kredit eller beregne sig den formidte risikopræmie. Yder der omvendt ikke alligevel skønnes værd at bevare, har den pågældende kreditor selvtaget accepteret risikoen herved.

Ved selskabets konkurs overgår selskabets erstatningskrav til boet. Selv om generalforsamlingen har meddelt discharge eller givet afskaff på et anlæggs sagsmål, kan boet inden for en frist af to år anlægge erstatningspræmie, jf. SL § 364, stk. 4. I så fald gælder en tremånedersfrist for boets sagsærlig, jf. SL § 362, stk. 2, og U 1981.973 H.

Individuelle kapitalejere og enkeltkreditorer kan kræve deres særlige tab erstattet ved selvstændige sager, jf. det følgende. Det tab, som indeholderes i selskabets eller boets tab, omfattes derimod af boets sagsmål og kan ikke gennemføres særskilt, såfremt selskabet eller boet kræver erstatning, jf. således U 1925.876 H, U 1980.825 Ø, U 1992.780 V, U 2005.1577 H og KL §§ 135 og 137.<sup>36</sup> Et særligt problem kan opstå, fordi boets tab berør på de enkelte kreditorer, hvis krav stammede fra forskellige tidspunkter m.v., skulle forsøge deres krav individuelt. Højesteret tiltrådte imidlertid, at konkursboet kunne gøre erstatningskrav gældende, men anerkendte dog indirekte, at der kunne være et problem, idet Højesteret i sine præmisser bemerkede, at »hver enkelt af de kreditorer, der måtte kunne anses for at have accepteret tabsrisikoen (og dermed ikke ville have et krav (min bemerkning)), indgik i underbalancen pr. 4. april 1989 med i alt væsentlig samme beløb som i underbalancen den 5. januar 1990«. Hvis boet derimod ikke gør krav gældende, kan enkeltkreditorer gøre dette efter reglen i KL § 137. Formentlig tilsvarende kan også enkeltaktionærer gøre dette, jf. U 1972.835 Ø og forudsætningsvis U 1980.825 Ø.<sup>37</sup> jf. også straks nedenfor.

#### 14.1.3.3. Særligt om ansvar over for individuelle kapitalejere

Ledelsens erstatningspådragende handlinger over for kapitalejere rammer oftest kapitalejerne under ét. Ansvaret herfor må derfor gøres gældende af selskabet eller dettes bo, jf. herved U 2005.1577 H. Kapitalejerne må normalt antages at være bundet af selskabets opgørelse af tabet og af en dom eller forlig vedrørende kravet, jf. herved også den norske aksjelovs § 17-6. Hvis seligt vedrørende kravet, jf. herved også den norske aksjelovs § 17-6. Hvis seligt vedrørende kravet, jf. herved også den norske aksjelovs § 17-6.

36. Jf. også Gomard/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 639, og Wericuff, Selskabsret, 11. udg., 2019, p. 668 f.

37. Således også Gomard/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 639.

skabet ikke ønsker at anlægge sag, kan kapitalejerne udnytte minoritetsbeskyttelsen i SL § 364, stk. 3, til at anlægge sag, jf. nedenfor. Den nævnte beskyttelse afgør imidlertid kun selskabets krav. Det er ikke udelukket, at ledelsens handlinger kan have krenket kapitalejernes individual- eller minoritetsrettigheder på en sådan måde, at et selvstændigt krav kan rejses, og i så fald uafhængigt af bestemmelsen i § 364, stk. 3.

Det er klart, at ledelsen kan pådrage sig et selvstændigt ansvar ved uformlig adfierd direkte over for enkelte kapitalejere, f.eks. i forbindelse med dispositioner, kapitalejerne foresager på grundlag af uregelmæssige oplysninger fra ledelsen om regnskaber o.lign. Hvis de uregelmæssige oplysninger er givet i tegningsindbydelser eller prospekter, i regnskabet eller beretning m.v., vil også selskabet være ansvarligt.<sup>38</sup> Spørgsmålet er, om det indirekte tab, som en enkelt kapitalejer lider som en del af selskabets tab, subsidiært kan gøres gældende, såfremt hverken selskabet eller en minoritet efter SL § 364, stk. 3, ønsker at rejse sag. Spørgsmålet besvares bekrefelende af *Gomard/Schaumburg-Müller*.<sup>39</sup> Der er ikke taget stilling til dette spørgsmål i de danske formbejdser *Schaumburg-Müller/Werlauff*,<sup>40</sup> besvarer spørgsmålet benægtende bl.a. under henvisning til en afgørelse i Juridisk Ugebrev 1997.74 Ø vedrørende 6. Juli Banken samt til en norsk dom om et kommanditselskab. For Norges vedkommende fremgår det imidlertid forudsætningsvist af *asl./asal.* § 17-6, at en aktionær kan rejse et selvstændigt krav vedrørende aktionærens indirekte tab.<sup>41</sup> Bestemmelsen fastslår, at »Aksjeeiere, kreditorer eller andre, som har lidt tap fordi selskapet er påført tap, er bundet av selskapets skadesoppgjør, og deres krav står tilbage for selskapets krav». Den norske regel synes at vis-

38. Borsprospekter udarbejdes af selskabets ledelse. Ledelsen skal ved en særlig plæning også erkære, at prospektets oplysninger er korrekte og tildekkende, jf. herom nærmere *Paul Krøger Andersen, Niels Juel Clausen, Jesper Lau Hansen, Bestreben*, 6. udg., 2019, p. 282 ff. I *Hafnia*-sagen U 2002.2067 H blev ledelsesmedlemmerne frifundet ved *Sø- og Handelsretten* på grund af den kortvarige tilknytning til selskabet. I *Højesteret* blev samtlige sagsøgte frifundet. I *Bank Trelleborg*-sagen, U 2013.1107 H blev banken anset erstatningsansvarlig.
39. *Gomard/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber*, 8. udg., 2015, p. 642. Der henvises bl.a. til den andelsretlige dom U 1962.151 H, jf. *Soleks kommentar i TIR* 1962 p. 440 f. *Hartvig, Dansk Andelsret*, 2000, p. 236, anlægger i tilslutning til dommen, at andelshavere, som har fået en formueandel reduceret gennem ledelsens forsummelser, har lidt et tab, som kan danne grundlag for et erstatningskrav direkte i forhold til ledelsen, uanset hvorledes selskabet forbolder sig.
40. *Selskabsloven*, 3. udg., 2020, p. 1642, jf. *Werlauff, Selskabsret*, 11. udg., 2019, p. 669.
41. Jf. herved *Kristin Normann Karon* i *NTS* 1999/3 p. 64 ff. samt *Aarbøker m.fl., Aktieselskab* 3. udg. 2012 p. 940 f.

re udtryk for en rimelig ordning. En bekræftende beweisde kan formendig også stances på U 2005.1577 H.

#### 14.1.3.4. Særligt om ansvaret over for enkelte kreditorer

At selskabet går konkurs, medfører naturligvis ikke i sig selv, at ledelsen er ansvarlig over for kreditorerne for det optalte tab. Dette ligger i den besommelighed eller usædvanlig adfærd i forhold til (næstop) de erstatningsansvarlige kreditorer, jf. eksempelvis U 1984.1115 SH og U 1985.1029 H.

Forholdet mellem ansvar over for enkelte kreditorer og ansvar over for selskabet er senest belyst i U 2014.1346 H, U 2014.2918H og U 2015.2075 H. Dommen fastslår, at en kreditors direkte og individuelle tab kan kræves erstattet.<sup>42</sup> Der foreligger således adskillige sager om ansvar over for enkelte kreditorer, også fra de seneste år.

En kategori af sager vedrører tilfælde, som kunne betegnes som direktørmotivation til kredigivning. Selskabets regnskaber er beregnet til forevisning for tredjemand og må også i øvrigt påregnes at blive brugt som grundlag for kredigivning, jf. foran i kap. 13. Regnskaberne underskrives af direktør og bestyrelse, jf. årsregnskabslovens § 9. Ledelsen bliver erstatningsansvarlig for kreditors tab, såfremt regnskabet er ukorrekt, og dette er – eller burde være – ledelsen bekendt, og såfremt kredit ydes til selskabet i tillid til regnskabet, jf. eksempelvis U 1982.595 H. Ved dommen blev direktøren/hovedaktionæren og revisor solidarisk ansvarlige for ukorrekt optagne acontafortjenester på igangværende arbejder. To bestyrelsmedlemmer frifandtes, da der manglende oplysninger om deres kendskab til regnskabets mangler. Ansvar forudsætter, at det bevises, at der er givet kredit på grundlag af kendskab til regnskabet, således, at der er den fornødne årsagsforbindelse mellem det fejlagte regnskab og tabet. Ansvar pådrages formentlig både, hvor årsagsforbindelsen er klar, fordi regnskabet direkte er forevist kreditgiveren, og hvor det blot oplyses, at der faktisk er handlet i tillid hertil, jf. herved også dommene U 1977.811 Ø og 1978.653 H om revisoransvar. Revisor blev frifundet ved dommene. Ledelsen har imidlertid et primært ansvar for regnskabets rigtighed, men kan naturligvis efter omstændighederne stole på revisors indsats, jf. U 1982.595 H.

Et svagt regnskabsgrundlag bør give kreditgiver anledning til at vurdere selskabets økonomi nærmere og foranstalte videregående undersøgelser. Ef-

42. Se nærmere om dommene Anne Malling Hansen og Jonatan Hjortdal i U 2015B, p. 69 f., Ulrik Rammekov Bang Petersen og Vibe Ulfbeck i U 2015B, p. 77 f. samt Anders Orgaard i NTS 2015, p. 42 f.

ter de seneste lempelser af revisionspligten for små selskaber har kreditorer også tage i betragtning, om selskabet har fravalgt revision. Kreditor må selv sagt bare en vis risiko, hvis kredit ydes til usolide selskaber, jf. reglerne om egen skyld/accept af risiko.<sup>43</sup> Kreditor må generelt sørge for at skaffe sig et rimeligt grundlag for sin kreditvurdering, herunder (i det mindste) de officielle årsregnskaber. I den netop nævnte dom fra 1982 nedsattes erstatningskravet bl.a. under henvisning til, at kreditor muligt kunne have begrenset tabet ved afslag om forlængelse af kreditten, og der var døssens for frifindelse på grund af manglende undersøgelser forud for kreditten. Se også U 1985.1029 H, hvor kredit var ydet og opretholdt trods kendskab til selskabets økonomiske vanskeligheder. Direktoren/medejerpartshaveren fandtes ikke ansvarlig for denne gjeld. Sml. også præmisserne i U 1998.1137 H.

En direkte motivation til genoptagelse af kreditgivning forelå i U 1974.1005 H, hvor en bestyrelse på grundlag af en rekonstruktionsplan, som senere viste sig uigenomførlig, udsendte en rundskrivelse, som henstillede til leverandørerne at genoptage leveringerne på normale betalingsbetingelser. Spørgsmålet var bl.a., om bestyrelsen på det foreliggende regnskabsmæssige grundlag havde tilstrækkelig baggrund for at udsende rundskriften. De foreliggende regnskaber var forsynet med kraftige forbehold fra revisionen. Bestyrelsen frifandtes med døssens (4-3).

Såfremt selskabet er i økonomiske vanskeligheder, kan det naturligvis forhandle med kreditorer og leverandører om yderligere kredit, således at selskabet får mulighed for at overleve. Som Hafnia-dommen, U 2002.2067 H, viser, kan der også gennemføres en emission i et børsnoteret selskab med det formål at skaffe likviditet. Selv om Højesterets dom i sagen frifandt alle de sagsoigte, herunder selskabets ledelse, fremgår det dog af præmisserne, at der *er* erstatningsansvar, såfremt et emissionsprospekt indeholder væsentlige mangler, herunder at det ikke fremgår med tilstrækkelig klarhed, hvorledes selskabets økonomiske situation er.<sup>44</sup>

43. Jf. herom i almindelighed f.eks. Bo von Sydow og Helle Isager, *Lærebog i erstatningsret*, 9. udg., 2019, p. 469 f., og vedrørende bestyrelsen Sofirad, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999, p. 84 f.
44. Jf. herved om prospektansvar i øvrigt U 2000.920 SHD og U 2008.2176 H (Commercial), hvor ansvar blev pålagt en bank, der havde udsendt en klar urigtig beskedmeddelelse om overtægning. Endvidere U 2001.398 H, hvor en emissionsbank blev frifandt, samt de senere domme i U 2012.2719 SH og U 2013.1107 H, jf. her til nærmest Paul Krüger Andersen, Niels Jul Glauert, Jesper Lau Hansen, *Borsretten*, 6. udg., 2019, p. 294 f., og Werlauff/Schaumburg-Müller, *Bors- og kapitalmarkedsret*, 6. udg., 2019, p. 264 f., og Jesper Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven*, 2020, p. 235 f., 237 f.

Såvel direktion som bestyrelse må følge selskabets økonomiske udvikling. Direktøren må selvagt neje kende selskabets økonomi, men også bestyrelsen må følge sådan med, at de kan erkende en kritisk udvikling. Alarmtegnet ved likviditetspress, budgetsvigt, prisproduktioner, kreditrisikos, organisationssvagheden m.v. bør give anledning til, at bestyrelsen vurderer selskabets situation. Kapitaltidsreglen i SL § 119 skærper bestyrelsens pligt til at følge selskabets udvikling. Reglerne tilskynder, som det siger i bemærkningerne til den gældende kapitaltidsregel i Apl. § 85 a, til en løbende kontrol med selskabets økonomiske udvikling under regnskabsåret på grundlag af bogføringen.<sup>45</sup> Det samme gør reglen om forsvarligt kapitalberedskab i SL §§ 115 og 118. Ved bedømelse af ældre domspraksis må dette erindres.

Der er grund til i ansvarsmaessig henseende at skeine mellem den situation, hvor de økonomiske vanskeligheder er erkendt, hvor konsekvenserne om indkaldelse til generalforsamlinger er overholdt, og hvor selskabet alligevel sages videreført evt. efter en rekonstruktion, og de tilfælle, hvor der ikke har været fort et sådant tilsyn, at bestyrelsen har opdaget situationen i tide. De domme, der angår den første situation, har utvivlsomt principielt bevaret deres betydning. Frifindende domme vedrørende den sidste må derimod limes med reservation.<sup>46</sup>

En kategori af sager vedrører ledelsens pligt til at erkende selskabets økonomiske tilstand og drage konsekvenser heraf. Bestemmelserne i SL § 119 om kapitaltab og bestemmelserne i §§ 115 og 118 om selskabets kapitalberedskab har strammet pligten til at erkende situationen og gøre noget ved den. Bestyrelsen henholdsvis direktionen skal med lovens ord sikre, at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt. De nævnte regler har derimod ikke i sig selvændret ved den regel, som med premisserne i U 1961.515 H kan formuleres således, at *optagelse af kredit på et tidspunkt, hvor det må stå ledelsen klart, at en fortsættelse af forretningsvirksomheden uden tab for kreditorerne må betragtes som udelukket, er ansvarspådragende*.

Den her formulerede regel er helt grundlæggende med hensyn til ansvaret over for de enkelte kreditorer, såvel som over for samtlige kreditorer (konkursboet). Reglen er bekræftet af Højesteret i flere senere domme, således

45. FT 1981-82 tillæg A sp. 2998.

46. Lovforslagets vedrørende kapitaltidsreglerne i aktie- og anpartsselskabsloven indeholder en særlig ansvarsregel, hvis bestyrelsen ikke foretog de foranstaltninger, som § 69 a og § 85 a (§ 52) krever. Der skulle være ansvar, medmindre bestyrelsen godtgør, at de bverken indsa eller bunde indse, at halvdelen af kapitalen var tabt. Selv om denne regel udgik, må *tilsynspligten* alligevel anses skarpet. Sml. herved Sejfrud, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999, p. 296 f.

U 1998.1137, U 1999.591 H, U 2003.317 H og – vedrørende en fond – U 2006.243 H, jf. note 48. Bedømmelse af, hvornår tidspunktet til at standse (undertiden populært betegnet som »håblessedstidspunktet«) er kommet, kan naturligvis være vanskelig. Domstolene må på basis af oplysninger om selskabets økonomiske udvikling, om udviklingen i soliditet og likviditet, om udarbejdede budgetter m.v. fastsætte et tidspunkt, efter hvilket en fortærrelse af selskabet må antages at føre til yderligere tab, jf. til illustration de nævnte domme i U 1998.1137 H, U 1999.591 H og U 2003.317 H, den sidstevede dom vedrørende optagelse af et lån. Se også U 2007.497 H, hvor Højesteret fandt, at et indgreb fra bestyrelsens side »enest i sommeren 1996« ville have formindsket kreditorenes tab med mindst 5 mio. kr. Dette beløb blev bestyrelsen dømt til at betale. En rimelig begrundet optimisme er tilladt; sml. herved den ovenfor nævnte U 1982.595 H samt U 1993.789 V, U 1995.43 H, U 2000.188 H, U 2015.2371 V. I U 2015.2075 H anfører Højesteret (min fremhævelse) at ledelsen burde have indstillet eller tilpasset virksomheden.<sup>47</sup> Bestyrelsen skal, som det siges i kapitalabsreglen, sikre, at der er et forsvarligt kapitalberedskab, eller som det mere populært udtrykkes ovenfor, gøre noget ved det. Hvis det er muligt at tilpasse virksomheden, er situationen, jf. definition, ikke håblos.

Oftest må det navnlig stå klart for direktøren, at situationen er håblos, jf. således bl.a. U 1961.515 H, U 1966.732 SH, U 1977.246 SH og U 2006.243 H.<sup>48</sup> Konsekvensen, som må drages, er i det mindste, at selskabet ikke stifter ny gæld eller forrykker kreditorenes stilling ved at nedbringe eksisterende gæld, jf. herved U 2006.243 H. Om nødvendigt må selskabet standse sine betalinger eller indgive konkursbegæring; sml. herved også U 1978.133 H.

Fortsættelse af selskabets aktivitet ud over tidsgrænsen giver grundlag for et erstatningskrav for senere kreditorer, men foruger selvfolgelig også underskuddet i selskabets konkursbo. Konkursboet kan gøre det ansvar gældende, som ledelsen har pådraget sig, ved uforsvarligt at fortsætte selskabets drift, jf. Højesterets bemærkninger i U 1998.1137 H, jf. også U 2007.497 H.

47. Jf. om dommen *Werlauff* i U 2015B, p. 244 f. om »selskabsstatningsretiens tilpasningspunkt« som en videreudvikling af det såkaldte »håblessedstidspunkt«, jf. herved også *Werlauff*, Selskabsret, 11. udg., 2019, p. 696 f. sml. Camilla Otilia John Pedersen i NTS 2016:2-3, p. 8 f.
48. I U 2006.243 H blev direktøren for Mindship Fonden anset erstatningspligtig for at afholde betydelige udgifter uanset Fondens dårlige økonomi. Landsretten fandt det derimod ikke godtjort, at bestyrelsensmedlemmerne havde pådraget sig erstatningsansvar ved deres dispositioner eller undladelser. Højesteret omgjorde landsretten afgørelse, således at også det ene medlem blandt bestyrelsen, som var advokat, ifaldt erstatningsansvar. Sagen var ikke rejst af enkeltkreditorer, men af konkursboet.

Særlige synspunkter kan som nævnt anføres vedrørende de tilfælde, hvor selskabet søges rekonstrueret. Det er her grund til ikke at udstrække ansvaret længere end nødvendigt under forudsætning af, at kreditorerne ikke vildlødes om selskabets situation sml. herved U 1974.1005 H, hvor bestyrelsen havde sendt en rundskrivelse til kreditorerne om, at der var skabt en solid kapitalmæssig baggrund for selskabet. Bestyrelsen fandtes ikke herved at have udvist et så graverende forhold, at der var grundlag for erstatningspligt (disSENS). Ofte er der tale om en bestyrelse valgt med rekonstruktion for øje. En sådan bestyrelse må gives et rimeligt spillerum for rekonstruktionsforsøg. Grænsen for, hvor længe rekonstruktionsforsøg ansvarsfrit kan foregå, kan formentlig, med et citat fra Højesterets premisser til U 1977.274, Hovmanns, udtrykkes sådan, at så længe der endnu føres seriøse forhandlinger for at tilvejebringe en løsning, er der ikke ansvar.<sup>49</sup> If. herved også formuleringen i den nedenfor nævnte U 1985.377 H vedrørende ansvaret for indbetaling af A-skatter. Se også U 2015.257 V.

Rekonstruktioner og fortsat drift af nedlidende selskaber må foregå med respekt både af de konkursretlige principper om ligebehandling af kreditorerne og af reglerne om erstatningsansvar i selskabslovene, jf. således Højesterets bemærkninger i U 2000.1013 og i U 2006.243 H.

Det samme gælder ved afvikling af selskaber, jf. TIS 2005.1007. I U 2007.2128 H blev bestyrelsensmedlemmer erstatningsansvarlige over for Statsministeriet for ikke at have sørget for en ligelig fordeling af aktierne blandt kreditorerne i forbindelse med selskabets afvikling. I U 2013.1273 V blev en direktør i et anpartsselskab tilsvarende erstatningsansvarlig for at overdrage selskabets aktier til et udenlandsk selskab uden at sikre sig, at selskabets aktiver blev anvendt til dækning af kreditorerne i overensstemmelse med konkurslovens regler, jf. også nedenfor i kap. 16.1 om »ikaldt sonderhåndslikvidation«.

De konkursretlige regler kommer selvsagt kun til anvendelse i situationer, hvor kreditorerne er i risiko, således at de konkursretlige betingelser for om-

49. Sofsrød, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999, p. 282 f., 300, er kritisk over for dommen i U 1974.1005 H og over for det ovenfor anførte. Sofsrød anfører, at kriteriene for pligten til at standse er de samme som i andre tilfælde, men anfører dog samtidig, at »Selv om kriteriet for bestyrelsens interessevarigtægtheit er uafhængig af, om der gennemføres rekonstruktionsforhandlinger, vil bevisbedømmelsen måske derfor i nogen grad påvirkes af denne omstændighed. Se om dommen også Jon Schou Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 729, hvor det anføres, at det ved en vurdering i dag vil være nærliggende, at der ville blive stillet større krav til det beslutningsgrundlag (regnaksabsmateriale), som bestyrelsen valgte at disponere ud fra.«

stødelse m.v. er opfyldt. Selskabsretligt er der tale om en culpabedæmmelse i forhold til kreditorerne, jf. herved U 2000.188 H. Det selskabsretlige ansvar supplerer konkursreglerne.

U 2000.1013 H og flere andre domme handler om situationer, hvor de økonomiske problemer søges løst ved at overdrage selskabets aktiver til andre (selskaber), som kan videreføre virksomheden. Det er naturligvis opagt, at man ikke kan nejes mod at overdrage aktiver og lade passiver blive tilbage. Se herved U 1989.812 H (jf. dog nedenfor i kap. 15 om den såkaldte Hafnia-model). Overdragelse af aktiver til underpris strider såvel mod bestyrelsens pligter over for selskabet som over for selskabets kreditorer. I U 2005.2235 H blev en bestyrelse anset erstatningsansvarlig for at have gennemført en virksomhedsoverdragelse på en måde, der indebærer en til sidesættelse af en ligelig fordeling af selskabets aktiver blandt selskabets kreditorer. Jf. også TIS 2005.1007. Man kan ikke skaffe sig af med forpligtelser ved at overdrage virksomheden til et andet selskab. I U 2012.2102 H blev to direktører erstatningsansvarlige i forhold til miljemyndighederne for bortskaffelse af affald ved at overdrage aktiverne og aktiviteterne til et nyt selskab uden respekt af pligten til at bortskaffe affald. Det tab, der skulle erstattes, var alene det yderligere tab, som miljemyndighederne led som følge af overdragelsen. Uden overdragelsen ville myndighederne alligevel ikke have fået dækket alle udgifter til bortskaffelse af det oprindelige selskabs affald. I U 2020.2143 V blev selskabets direktør og advokat ansvarlig for overdragelse til underpris.

Særlig betenklig er overdragelser til nærtstående, herunder koncernforebundne selskaber. I U 2001.873 H blev selskabets faste ejendom solgt til et unpartsselskab med samme ejere til en pris, der ifølge en skansvurdering lå væsentligt under ejendomsværdi. Dommen statuerede erstatningsansvar for ejere og ledelse. Premisserne lagde bl.a. vægt på, at der var tale om samme ejerkreds, og at de sagsøgte ikke havde fillet ejendommen vurderet, før de trådte beslutning om fastsættelse af salgsprisen. I TIS 2001.193 V blev samtlige bestyrelsesmedlemmer erstatningsansvarlige for overdragelse af en revisionsvirksomhed til et bestyrelsesmedlem. Ansvar blev også pålagt to ægtefæller, der var indsat »pro forma« i bestyrelsen. I U 2015.2219 blev salget af FC Nordsjælland til et nystiftet selskab omstødt efter KL § 64 på grund af et gammelment. Højesteret fandt endvidere, at medlemmerne af bestyrelsen havde handlet ansvarsplættende, og at de derfor sammen med kassereren var solidarisk ansvarlige for tabet i forhold til konkursboet. Se også Ø af 4. december 2002 og Ø af 20. december 2002 (begge omtalt i NTS 2003:1 p. 110).

Som et led i gennemførelsen af det ændrede aktionærrettighedsdirektiv i 2019 blev der indført en bestemmelse, SL § 139d, om væsentlige transaktioner mellem nærtstående parter. Bestemmelsen indeholder to centrale elemen-

ter, nemlig at sådanne transaktioner skal godkendes af aktieselskabets øverste ledelsesorgan, dvs. generalforsamlingen, inden transaktionen gennemføres, og at transaktionen offentliggøres.

SL § 139 d gælder kun i børsnoterede selskaber. Efter et formål beskyttet § 139 d først og fremmest aktionærminoriteten, se hertil fors. i kap. 12.4. Middelbart kan bestemmelserne også ses som et kreditorvern.

Et særegent forhold forelå i U 1978.121 H. Dommen vedrørte en koncern, som var under afvikling, men som stadig administrerede en udlejningsejendom, som var solgt til en pensionskasse. Spørgsmålet var, om hensynet til denne krævede særskilt administration af den solgte ejendom, således at lejeindtægter m.v. ikke indgik i koncernens kasse. Dommen antog ikke, at dette havde været påkrævet i den konkrete situation, hvor de sagsgægte, et bestyrelsesmedlem og en direktør, tilstræbte en rølig afvikling af koncernen og med nogen føje troede på muligheden heraf. Se herved også U 2009.188 H, hvor bestyrelsesformanden – en advokat – ikke ansis erstatningsansvarlig i forhold til en bank, som ikke havde fået underrettning om selskabets økonomiske problemer.

Erhvervsvirksomheder opkræver moms for det offentlige, indeholder A-skatter, som skal afregnes, betaler toldafgifter m.v. En kategori af sager vedrører ansvaret for afregning af disse beløb. Ansvaret herfor påhviler umiddelbart direktionen. Undladelse af at afregne kan medføre strafansvar for selskabet eller for direktionen f.eks. efter kildeskattelovens bestemmelser, jf. U 1973.840 V og U 1976.241 Ø. Direktøren vil desuden være erstatningsansvarlig for manglende indbetalinger efter SL § 361, jf. U 1978.975 V Sm. også nedenfor om haftelse efter kildeskattelovens § 69 for manglende indeholdelse af A-skat. Erstatningsansvar ifaldes, hvis selskabets aktivitet burde være standset, således at de pågældende tilgodehavender ikke var opstillet, dvs. efter de almindelige regler om ledelsens ansvar, og ikke efter de særlige haftelsesregler i kildeskattelovens § 69. Jf. således U 1976.241 Ø. Se om A-skatter også dommene i U 1981.473 H (U 1981 B p. 1), U 1985.209 H og U 1985.377 H (U 1985B, p. 250) samt U 1995.43 H. I den sidstnævnte dom statueredes ansvar for den periode, der lå efter det tidspunkt, hvor direktøren (der også var eneindehaver) burde have indset, at selskabet ikke kunne vide-regnes. Dommen lægger herved direktøren til last, at han ikke havde sørget for, at der blev udarbejdet pålidelige perioderegnskaber.<sup>50</sup> U 1999.591 H svarer,

50. Jf. berved om haftelsen efter SEL § 33 for skatter Aage Michelsen m.fl., Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 1324 f.

ret til de ovennævnte domme blot med den forskel, at der var tale om ansvar for manglende indbetaling af registreringsafgift på biler.

Hvis en hovedaktionær/direktør lader selskabet udbetale løn til sig selv kan det have den skatteretlige konsekvens, at hovedaktionæren stiller, som om lønnen var udbetalt uden indeholdeelse af kildeskatt (såkaldt mulstilling). Hovedaktionæren/direktøren, og evt. også en ægtefælle, kan blive ansat, hvis efter en culpabedømmelse, jf. herved U 2013.1843 H og TIS 2015.699 Q.

Skattevæsenet indtager efter de nævnte domme ikke en særstilling blandt kreditorerne. Ledelsen kan på den anden side ikke blot lade skattevæsenet finansiere den fortsazne drift, jf. herved afgørelsen i TIS 1998 nr. 114 Ø og de ovenfor nævnte domme. Skattevæsenet er *tvangskreditor*. Domstolene har tillagt dette forhold betydning som grundlag for identifikation, jf. Midtjysk Festival-dommen i U 1997.1642 H. Se om denne dom nedenfor i næste punkt. Tilsvarende kan man se, at afgørelsemene i selskabstammersagerne er ganske stærkt præget af hensynet til varetagelse af det offentliges interesser. Skattevæsenet er typisk den eneste kreditor i disse sager, som dermed reelt føres på skattevæsenets vegne. Der er således ikke umiddelbar konsistens i vurderingen af skattevæsenets stilling i de nævnte afgørelser.<sup>51</sup> En forskel kan dog efter omstændighederne være velbegrundet. Når spørgsmålet angår ansvaret for indbetaling af A-skatt m.v., vil en strengere bedømmelse af ansvaret i forhold til de offentlige krav føre til, at måske levedygtige selskaber må ophøre. Og så det offentlige har en interesse i, at dette ikke sker. Der er derimod ikke særlige hensyn, der taler for at beskytte sammenblanding og uorden i regnskaberne eller muligheden for, at der kan ske selskabsterning.

Et ansvar for bestyrelsen for manglende afregning af A-skatter m.v. er ikke udelukket, men bestyrelsen må som udgangspunkt kunne stole på, at beløb, som efter loven skal afregnes til det offentlige, også bliver det. I TIS 2005.1007 ansås bestyrelsen for erstatningsansvarlig over for Skatterministeriet for nogle toldkrav, der ikke var betalt. Bestyrelsen gjorde bl.a. gældende, at den med rette var gået ud fra, at Skatterministeriets krav var forældet. Landsretten gav ikke bestyrelsen medhold og fæstslog, at bestyrelsen ved ikke at sikre en ligelig fordeling af selskabets aktiver blandt kreditorerne havde til-sidesat hensynet til Skatterministeriet som kreditor.

Andre eksempler på usorsvarlig adfærd forekommer naturligvis. Se således en variant i U 1962.606, hvor en direktør blev anset ansvarlig for omkostninger vedrørende en rejsag. Se også U 2005.1151 H, hvor bestyrelsen

51. Sml. herved Soferud, Bestyrelsens beslutning og ansvar, 1999, p. 301 f.

blev frifundet for erstatningsansvar for manglende opfyldelse af en voldgiftsaftale, der pålagde selskabet erstatningspligt. Det erstatningsansvarne de selskab havde først indledt voldgiftsager 2 år efter, at det havde meddelt, at det ville indlede en voldgiftsaftag, og i mellemtiden var selskabet gået konkurs og kunne derfor ikke opfylde voldgiftenes dom. I U 2007.1713 Ø blev en bestyrelsesformand erstatningsansvarlig efter den tertiige ansvarsregel i aftalelovens § 25 for at indgå en aftale, som selskabet efter selskabets tegningsregler ikke var bundet af, jf. herved også foran i kap. 9.3.3. I U 2011.1052 H blev en direktør erstatningsansvarlig ved at foretage modregning med en fordring, der var overdraget til et factoringsselskab uden aftale med eller underretning til det selskab, hvori han var direktør.

Anvendelsen af culporegler indebærer, at alle de sædvanlige erstatningsbetingelser skal være opfyldte. Der skal således være lidt et tab, der er en påregnelig følge af det ansvarsprædragende forhold. Se eksempelvis fra de seneste år U 2012.2102 H omtalt ovenfor vedrørende årsagsforbindelse og tabsopgørelse. Ved Sø- og Handelsrettsens dom af 20. okt. 2011 i sag 3-17-08 blev en direktør frifundet, allerede fordi der ikke forelå årsagssammenhæng mellem sagssøgerens erstatningskrav og de handlinger eller undladelser, sagssøgeren havde påberåbt sig som ansvarsprædragende. Tabet ansis derfor ikke dokumenteret af sagssøgeren. Se tillige U 2014.345 H og U 2015.2075 H (Memory Card). I begge disse sager fastslag Højesteret, at der var begået fejl, men frifandt på grund af manglende kausalitet. Det samme var tilfældet i Hafnia-sagen, U 2002.2067 H, sagen om Hope Computer A/S, U 2000.595 H og U 2000.2176 H, Commercial Leasing A/S. De sidstnævnte domme angår alle prospektansvar.

#### 14.1.4. Kapitalejernes ansvar

Efter SL § 362 er kapitalejerne kun erstatningsansvarlige for tab, der voldes ved forsættige eller groft uagtsumme forhold. Ved bedømmelsen heraf er udgangspunktet, at kapitalejeren ikke har en pligt til at være aktiv i selskabet, jf. herved foran i kap. 12.4. Kapitalejeren har hverken pligt til at mode eller stemme på selskabets generalforsamlinger. Et erstatningsansvar for en passiv kapitalejer, der (blot) ser sin kapitalbesiddelse som en investering, er som alt-overvejende regel udelukket, jf. dog U 1999.1080 V og nernere nedenfor. Erstatningsansvar kan derimod pådrages, hvis kapitalejeren møder på generalforsamlingen og aktivt medvirker til en beslutning ved at stemme herfor. Ansvar kan f.eks. trenkes for beslutninger om udbetalinger af udbytte eller andre ydelser på grundlag af en årsrapport, som kapitalejeren ved, er urigtig.

tig.<sup>32</sup> Se U 2006.3050 H, hvor kasserer af et selskab og dette selskabs bestyrelse fandtes erstatningsansvarlige for at have udloddet midler ved – i sig selv lovlige – kapitalnedstættelser og udbytteudlodning. Udlodningen fandtes i strid med »redelig handlemåde». Ansvaret blev imidlertid ikke begrundet med en henvisning til AL § 142 (nu SL § 362) om beslutninger, der krænker minoritetsrettigheder, eller for godkendelse af årsregnskaber, som kapital ejerne ved er urigtige.

Der er i almindelighed ikke ansvar for beslutninger, der er uhensigtsmæssige og tabsgivende, eller som hviler på forretningsmæssige fejlskon fra kapitalejerens side.

Kapitalejere, som ikke er involveret i selskabets ledelse, har ikke i deres personlige virksomhed nogen troaknisplicht over for selskabet. De kan drive konkurrerende virksomhed og kan bruge de informationer om selskabet, som gives på generalforsamlinger. Der er en sammenhæng mellem det sidstnævnte forhold og afsgrænsningen af oplysningspligten på generalforsamlingen. Oplysningspligten efter SL § 102 kan netop begrænses, såfremt bestyrelsen frygter, at oplysninger vil blive udnyttet til skade for selskabet, jf. foran i kap. 10.

Erstatningsreglen i SL § 362 vil normalt kunne tænkes anvendt i »hovedaktionørselskaber«, herunder i koncernforhold, hvor adskillelsen mellem ledelse og generalforsamling udviskes. Erstatningsansvar kan efter omstændighederne støttes på almindelige erstatningsregler om medvirken til ledelsens ansvarsprædragende handlinger. At hovedaktionæren (også) er erstatningsansvarlig, kan få betydning, hvis ledelsen ikke kan honorere et evt. ansvar.

Reglen om ansvar for kapitalejere i den tidligere *aktieselskabslov* ses ikke anvendt (alene) i dansk praksis, og forarbejderne antager da også, at reglen især har præventiv værdi.<sup>33</sup> I hovedaktionærtillfælde vil ansvar sædvanligvis kunne støttes på reglerne om ledelsesansvar, for så vidt der er personssammensæd, jf. f.eks. U 1981.473 H, U 1975.241 Ø samt U 1999.591 H, jf. om den sidstnævnte dom straks nedenfor. Se også U 2009.2269 V samt U 2011.2815 V om personligt ansvar for en direktør og eneaktionær, henholdsvis en ene partshaver.

52. Tilbagebetalingspligten vedhørende ulovlige udbetalinger, jf. SL § 194, er ikke en erstatningsregel. Reglen angår kun de beløb, som kapitalejeren selv har modtaget, og er objektiv, jf. om reglen foran i kap. 8.8. Se også foran i kap. 8.5 om salgeransvar i selskabstommersagerne.
53. Betænkning 1969 p. 177, jf. også Borsen i Jor. 1965 p. 123 f. om den tilsvarende finske bestemmelse samt Karhu Jutarni i U 1974B, p. 325.

I engelsk ret omfatter de forskiller, der gælder vedrørende directors, i en række tilfælde også *de facto* og *shadow directors*,<sup>54</sup> dvs. personer, der fungerer som ledelse uden formelt at være dette. Et kapitalejernes formelt (også) direktører eller bestyrelsesmedlemmer, kan regjere om ledelsesansvar uden videre anvendes. Er dette ikke tilfældet, kan erstatningsansvar tilfølges efter § 361 for overtrædelse af de pligter, der påhviler selskabets ledelse, såfremt selskabet reelt ledes af hovedaktionæren. Reglen om shadow directors bliver ikke mindst af betydning i forhold til moderselskaber, som aktivt leder datterselskaber, men som ikke formelt står som ledelse i datterselskaber.<sup>55</sup>

Den ovennævnte dom i U 2011.2815 V går et skridt videre end reglen om shadow directors. Dommen statuerede ansvar efter den almindelige erstatningsregel i anpartsselskabsloven vedrørende ledelsen på grund af manglende tilsyn, uanset at ene anpartshaveren – en 89-årig far til selskabets daglige leder, men som var registreret som direktør – aldrig havde været involveret i driften. Dommen viser, at det har en konsekvens, hvis man af familiemæssige eller venskabelige årsager indvilliger i formelt at blive registreret som direktør.

At ansvar ikke statutes på SL § 362, udelukker som allerede nævet ikke, at der kan statueres ansvar på andet grundlag. Ansvar for et moderselskab er således statueret i Satair-dommen, U 1997.364 H. Satair-dommen, hvorfra Højesteret lagde den første standard for bedømmelsen af selskabstommessige sagerne, statuerede ansvar for selgeren, moderselskabet Satair A/S, i forbindelse med salget af datterselskabet Sataircraft A/S. I ansvarsmessig sammenhæng ber det navnlig fremhæves, at ansvaret for selgeren ikke blev bedømt efter (den dagiældende) anpartsselskabslovs regler om anpartshaveransvar, men efter dansk rets almindelige erstatningsregel, og at selgeren, som en ejer og faktisk leder af overskudsselskabet indtil salget, havde en forpligtelse til at varetage kreditorenes (dvs. skattevæsenets) interesser, og at dette konkret ikke var sket. Selgeren måtte indse, at der var en nærliggende risiko for, at købesummen ville blive betalt med selskabets egne midler, men gjorde ikke noget reelt for at afværge skattevæsenets risiko.

54. En shadow director er »a person in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act«, jf. Companies Act, s. 251.

55. H. således også bemærkningerne til anpartsselskabsloven af 1996, hvor det siges, at »i disse situationer (hvor ejerkredsen er større og deltaget aktivt i den daglige drift) bedømmes ansvaret efter reglerne om ledelsens ansvar. Se om koncernforhold og om moderselskabet som faktisk leder Paul Krüger Andersen, Studier i dansk konkernret, 1997, p. 622 f., samt nedenfor i kap. 15.

Mange senere domme har, med forskelligt udfald, vurderet, om aktionærer af overskudsselskaberne ud fra den ved Satrait-dommen fastlagte standard hørte iede culpost, jf. herved nærmere foran i kap. 8.5.A.

Selv om Satrait-dommen og mange senere selskabstommerlagter ihærditer aktionærer eller anpartshavere erstatningsansvar, er disse domme ikke udelukket for et selskabsretligt aktionæransvar, men for det i og for sig selvstændige, at også aktionærer og anpartshavere er omfattet af erstatningrettens almindelige regler. Kapitalejere, der har fuldt herredømme over et selskab, kan dog bruge deres magt til skade for selskabets kreditorer og derved blive erstatningsansvarlige efter den almindelige erstatningsregel; se herved også U 1997.179 H, hvor en eneandpartshaver og direktør efter en konkret bedømmelse ikke fundtes at have benyttet sin bestemmede indflydelse på en erstatningspådragende måde i forbindelse med stiftelsen af et nyt selskab til videreførelse af et konkursramt selskabs aktiviteter.

Ansvar kan også støttes på almindelige synspunkter om chikane eller retmisbrug, jf. herved U 1999.1080 V om en anpartshaver, der blokerede for en loypligtig kapitalforhøjelse.<sup>56</sup> Se også den foran omtalte U 2006.3050 H, der anvendte formlen »redelig handlemåde».

Man må som nævnt smage, at der i dansk ret kan statueres et ansvar for den faktiske ledet af et selskab på grundlag af en almindelig culpabedømmelse, jf. således også Højesterets bemærkninger i U 1999.591 H. Ved denne dom blev en direktør og eneindehaver af et anpartsselskabs erstatningspligtig for toldviesenets tab ved manglende afregning af registreringsafgift for biler. Højesteret bemærkede, at den pågældende, »der var enorhændende i anpartsselskabet, i hvilket han ejede samtlige anparte, burde have indset dette (at selskabet var insolvent), og at der ikke var mulighed for at videreføre virksomheden». Se tilsvarende også U 2005.1019 V, hvor en anpartshaver/direktør i et restaurationsselskab ansås erstatningsansvarlig for en ophavskrenkelse. Se senest Højesterets dom af 15.4.2021 i sag 64/2020 om ansvar for en daglig leder/direktør efter SL § 361.

SL § 362 er en regel om erstatningsansvar for kapitalejernes handlinger. Et andet spørgsmål er, om adskillelsen mellem kapitalejeren personligt og selskabet altid bur opretholdes. Man kan spørge, om der i visse tilfælde er en sådan identitet mellem kapitalejeren og selskabet, at kapitalejeren bliver ansvarlig for selskabets gæld ud fra en grundsetning om identifikation, eller om aktioneren på (andet) objektivt grundlag kan blive ansvarlig for selskabets

56. Jf. herved Jens Ewald, Retmisbrug i firmuerstatning, 2001, bl.a. p. 166 f., 184 f. Jf. også Werlauff, Selskabsmasken, p. 327 f.

geld, sådant "haftungsbegriff" eller "ansvarsgennembrud," der ved mindre nægtes kreditordning for egen tilskrivelse i selskabet. Identifikationssynspunktet er velfundet fra en teknisk videnskabelig perspektiv og et også selskabstiligt anerkendt. En række domme har dækket situationen mellem en hoved- eller enaktionær og selskab. Se eksempelvis U 1998.166 Ø om et mangelskrav og U 1999.336 Ø om hæftelse for kontrollen af oplysvaret til edit-programmer. I U 2000.2267 H var det nødvendigt at identificere hovedaktionærerne og selskabet for at udgå, at hovedaktionærerne, der havde opnået kontrol over selskabet ved svigende transaktioner, skulle tillegne sig et ersatningstebelb, som kunne tilflyde selskabet. I U 2001.571 H statueredes ikke identifikation mellem selskabet og en ejer/aktionær vedrørende en kautionsforpligtigelse.

Holdes den personlige økonomi og selskabets økonomi – eller flere selskabers økonomi – ikke adskilt, er der nærliggende fare for, at domstolen statuerer identifikation, jf. således Midtfyns Festival-dommen U 1997.1642 H. Højesteret fandt ikke i denne sag, at den kontrollerende afdelingshavens økonomi havde været sammenblandet med afdelingskabernes økonomi. Afdelingshaveren hæftede derfor ikke for selskabets geld. Denimod fandt Højesteret, at der var en betydelig sammenblanding af de to afdelingskabers økonomi. Begge disse selskaber hæftede derfor for Told & Stats krav.<sup>57</sup>

Identifikationssynspunktet kan føre til hæftelse for selskabets geld, men kan også få andre retsfolger. I en række sager om tilbagebetaling af Ambis er tilbagebetaling således nægtet på grundlag af et identifikationssynspunkt. Se f.eks. TIS 1999.381 Ø smh. med TIS 1999.441 Ø, TIS 2002.150 Ø (+ identifikation) smh. med TIS 2002.435 (+ identifikation) og SKAT 2003/354 Ø (NTS 2003:2 p. 140) (+ identifikation). Se også U 1996.12 V og U 2012.136

57. Der er undertiden nogen terminologisk forvirring omkring begreberne identifikation/ansvarsgennembrud, jf. herved Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, p. 620 f. Reelt bliver der i begge tilfælde tale om, at et andet retsobjekt (også) hæftes. Alligevel bør begreberne holdes adskilt. Identifikation er en sanktion for ikke at respektere selskabernes selvstændighed. I udgangspunktet varmer identifikation om selskabsformen. Ansvarsgennembrud er derimod et indgreb i grundlaget for aktieselskabsformen og som sådant betenkligt.
58. Børge Dahl og Jørgen Nørgaard karakteriserer i deres kommentar til dommen i U 2000H, p. 399 f. dommen som "den første danske dom om gennembrudshæftelse". Dommen er imidlertid ikke udtryk for hæftelsegennembrud, hvis man derved forstår, at selskabets aktionærer kommer til at hæfte personligt for selskabets geld. Men er man derimod bort, at andre end det pågældende selskab selv kommer til at hæfte, kan man betegne dommen som eksempel på hæftelsegennembrud.

Q, hvor identifikationssynspunktet blev tillagt strafferetlig betydning (genom gelsesvirkning).

Ansvarsgeombrud er en modifikation i udgangspunktet om selskabernes retlige selvstændighed. Det er omstridt, om en sådan modifikation overhovedet kan anerkendes, og, i bekræftende fald, hvor vidtgående modifikationen er eller bør være. Ansvarsgeombrud kan navnlig trenkes, hvor der ingen realitet er i den formelle adskillelse mellem selskab og aktionærerne. I U 1981.473 H godkendte Højesteret således, at hovedaktionærer/direktører ikke var frigjort for selskabets lønindeholdelse vedrørende A-skat for hans selv, hvorfor han havde personligt herfor, jf. Kildeskabeloven § 68<sup>59</sup>. Synspunktet kan også føre til, at omstødelse (tidligere afkrefteelse) er mulig, jf. U 1977.526 H, hvor der skete afkrefteelse efter den gamle konkurslovs § 21 af en pantsættning foretaget af et selskab til sikkerhed for et andet selskab, der ejedes af samme personkreds (der var altså ikke tale om pant for tredjemandens gæld). At selskabet i en eller anden forstand er underkapitaliseret i forhold til dets aktivitet, kan, sammen med andre momenter, måske trække i retning af hæftelse for aktionærerne; sml. herved TIS 1987.806, hvor udleg for et datterselskabs A-skat hos moderselskabet nægtes.<sup>60</sup>

59. Jf. om dommen *Mogens March* i U 1982B, p. 1 f.

60. Sml. *Gönnert/Schünzburg-Müller*, Kapitalbeskaber, 8. udg., 2015, p. 139 f., 152, *Mogens March* U 1982B, p. 155 f. Godt *Pedersen* i U 1985B, p. 352 f., *Werlauft* i U 1986B, p. 393 f., samme, *Selskabsmæssiken* p. 73, 346 og samme i U 2012B, p. 139 f. Se videre *Paul Krüger Andersen*, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 633 ff., 639 f., samt nedenfor i kap. 15. Sml. også *Jan Schaus Christensen*, Kommentar, p. 814 f., som stiller sig kritisk til, om der ud over de kendte og eksisterende indgrebsmuligheder er behov for, at der hentes yderligere adgang for domstolene til at gribe ind. Det bør bemærkes, at *Jan Schaus Christensen*'s udsagn går på, om der har tilvejebringes utrykkelig *hjemmel* til ansvarsgeombrud. Det er rigtigt som anført, at en regel herom vil medføre usikkerhed. Det vil være ganske vanskeligt at formulere en dækkende regel. En friere adgang for domstolene til at statuere identifikation eller erstatningsansvar er at foretrække.

Som omtalt foran anvendes begrebet underkapitalisering i forskellig betydning. *Schünzburg-Müller* og *Werlauft* antager i Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 1633, at »det må antages, at der skal foreligge kvalificeret, relativ underkapitalisering (med fremhævelse) for at hæftesgeombrud kan finde sted«. Hermed menes ifølge forfatterne, at underkapitaliseringen må være af en vis størrelse og en vis varighed og begrebet forstås af forfatterne således, at selskabet er underkapitaliseret i forhold til omfanget af sine risici. Hverken selskabsloven eller dennes formbejder indeholder bestemmelser om eller definitioner af begrebet underkapitalisering, men alene regler om kapitalstab og forsvarligt kapitalberetningskab. Det vindes derfor næppe mere indsigt ved at opstille et sådant begreb. *Werlauft's Selskabsret*, 11. udg., 2019, p. 734 f., gen-

Spørgsmålet om identifikation/ansvarstilgivning i koncernforhold, jf. nærmere nedenfor i kap. 15. I koncernsanktionerne vil det som nævnt ovenfor i de fleste tilfælde være mere overliggende at anvende reglerne om ledelsesansvar som grundlag for et potentielt ansvar.

Ud over erstatningssanktionen giver SL § 362, stk. 2, i værige tilfælde kapitalejerne mulighed for at forlange, at de ansvarlige kapitalejeres aktier skal udskelde skadelidende kapitalejeres aktier. Dette kan bl.a. kræves, hvis erstatningskravet ikke er tilstrækkeligt til at afværge et fortsat misbrug – smt. herved fra tidligere praksis U 1955.932 Ø – eller hvis tabet er svært at dokumentere.<sup>61</sup> Reglen har, ligesom den endnu mere vidtgående bestemmelse i SL § 219 om muligheden for at forlange selskabet op løn, overvejende preventiv betydning. § 230 er omtalt nedenfor i kap. 16. Reglerne ses ikke at have været bragt i anvendelse hidtil.

Moderniseringsbetjenkingens kapitel 16 indeholder overvejelser om konfliktløsning i selskaber. I overvejelsene inddrages både domstolens medvirken, herunder reglerne i retsplejelovens kap. 27 om retsmægling, og selskabslovgivningens løsningsmuligheder. I selskaber med mange kapitalejere, nævnlig børnnoterede selskaber, kan kapitalejerne sædvanligvis komme ud af selskabet ved salg af deres kapitalandele. Denne mulighed er ofte udehukket i jukkede selskaber, især anpartsselskaberne. De oplagte kabere af andelene er her de øvrige anpartshavere, som typisk er modparter i en konflikt. De ovenfor nævnte regler om indløsning er ikke tilstrækkelige til at håndtere konflikter. Forudseende stiftere af selskaber kan indsene konfliktløsende eller konfliktforebyggende bestemmelser i selskabets vedtægter eller i ejeraftaler. Flertallet i moderniseringsudvalget anbefalede yderligere at indføre en ny regel i selskabsloven – SL § 362, stk. 3 – hvorefter en kapitalejer, som forsægtlig eller groft uagtsomt påfører selskabet, andre kapitalejere eller tredjemænd et tab, og såfremt der i øvrigt er fare for fortsat misbrug, kan tilpligtes at sælge sine kapitalandele til de øvrige kapitalejere eller selskabet til en fair pris. Bestemmelsen kan supplere indløsningsbestemmelsen i § 362, stk. 2, som i visse tilfælde vil kunne udnyttes af den skadevoldende selskabsdeltager.

Bestemmelsen er mindre vidtgående end en række udenlandske regler, specielt reglerne i de norske aktielove. Der skal således dokumenteres både aktuelt og potentielt misbrug og tab. Den ikke så sjeldent forekommende situation, hvor dette ikke er muligt, men hvor der alligevel er alvorlige og

nemlig praksis om identifikation mellem koncernselskaber og opstiller ikke et krav om underkapitalisering.

61. Jf. betjenkning 1969, nr. 540, p. 177.

ngvarige modsætningsforhold mellem kapitalejerne, kan ikke løses ved de  
svante regler.

Med indsættelsen af SL § 362, stk. 3, er det formelt udelukket, at dom-  
mene – som anbefalet af flere efter den tidligere anpartsselskabslov – kan  
vikle løsningsmodeller med inspiration fra reglerne om personelselskaber.<sup>62</sup>

### 3.1.5. Beslutningen om at gøre ansvar gældende

Beslutningen om, at selskabet skal anlægge sag mod nogen, der er ansvarlig  
tilfører de foranstående regler, træffes af generalforsamlingen, jf. SL § 364,  
st. 1. Beslutningen vedrører kun selskabets krav og hindrer derfor ikke an-  
dere erstatningsbegærdende i selvstændigt at rejse sag om deres erstatningskrav,  
i. foran.

På den ordinære generalforsamling træffes ofte beslutning om meddelelse  
i *decharge*, ansvarsfrihed, for ledelsen i forbindelse med regnskabets god-  
endelse.<sup>63</sup> SL § 364, stk. 2, afskærer spørgsmålet om, hvorvidt en tidligere  
beslutning om ansvarsfrihed eller afståelse fra at anlægge sag omkring et binden-  
de for en senere generalforsamling. Det er den kun, hvis der vedrørende den  
tidligere beslutning har foreligget i alt væsentligt rigtige og fuldstændige op-  
lysninger, inden beslutningen blev truffet.

Vil flertallet på generalforsamlingen ikke anlægge sag, kan en sag som al-  
erede nævnt alligevel gennemføres, hvis en minoritet på 1/10 (1/4) modsæt-  
ter sig flertallets beslutning, jf. § 364, stk. 3. Reglen er et eksempel på såkaldt  
*derivative claims*, som især kendes fra engelsk-amerikansk ret. Det er til-  
strækkeligt, at en minoritet giver til kende, at den er imod beslutningen. Mi-  
noriteten behøver ikke at stemme imod. Retssag kan herefter anlægges af en-  
hver kapitalejer på selskabets vegne, men i eget navn. Sagtagerne bærer risi-  
koen for sagens omkostninger. Sag skal anlægges inden 6 måneder, jf. SL  
§ 365, stk. 1.

Om forholdet efter selskabets konkurs, se foran i afsnit 14.1.3.2.

Kapitalejere eller enkeltkreditorer, der har et individuelt krav, må anlægge  
sag på egne vegne. Indsættelsen af regler om *gruppensagomål* i Rpl. kap. 23 a i

62. Jf. 10. udg. af nærværende fremstilling p. 477 samt Mette Neville i Mette Neville og Karsten Engvig Sørensen (red.), Den nye selskabslov, 2009, p. 209 f.

63. Se kritisk her til Casper Rose i NTS 2002:2. Artiklen indeholder en empirisk analyse af danske børnemotiverede selskabers anvendelse af *decharge* og anbefaler aktionærer at se kritisk på dagsordener, hvor punktet om *decharge* indgår. Se herved også Carl Sverdrup i NTS 2004:1 p. 47 f. og nærmere i NTS 2007:2 p. 79 f. samt i det hele Sver-  
drups afhandling, *Ansvarsfrihet - Dechargeinstitutet i svensk aktieselskabsret*, 2007, om  
*decharge* efter den svenske ABL.

2007 kan givetvis føre til flere erstatningsager mod ledelsen eller ledelsens fremtiden, jf. som eksempel U 2013-1197 H uenj ØB Bankensagen omstør foran i afsnit 14.1.3.

#### 14.1.6. Straf og andre retsfolger

Bestemmelserne i SL §§ 366 og 367 fastslår bedømmelse af udførelse af at indsende pligtige anmeldelser, vurderingsoversætninger og andre meddelelser til Erhvervsstyrelsen, jf. § 366, stk. 1. Efter § 366, stk. 2, kan Erhvervsstyrelsen pålægge medlemmer af selskabets ledelse, medarbejdere eller en fuldbestyrelse tvangsbeder for ikke at overholde de pågældendes pligter i henhold til loven. Se tilsvarende vedrørende indsendelse af tegnkalderstrukten nedenfor. Endvidere for krænkelse af en tavshedspligt, jf. SL § 132, og i øvrigt for overtrædelse af nærmere angivne bestemmelser i selskabsloven. Den udformmende opregning i § 367 af de bestemmelser, der er strafansionerede, omfatter både bestemmelser med et nogenlunde præcist angivet gerningsindhold og generelt formulerede regler som bestemmelserne om ledelsens opgaver i §§ 115 og følgende.

Der findes kun en meget begrænset strafferetlig praksis vedrørende overtrædelse af selskabslovgivningen. U 1977-785 Ø om overtrædelse af § 53 er omtalt foran i kap. 9.3.4.2. Nogle domme om kapitalejerfria er omtalt foran i kap. 8.5.4. De generelle regler om ledelsens pligter i SL §§ 115 og følgende (tidligere AL § 54) har ikke været anvendt i strafferetlig øjemed, og bestemmelserne er heller ikke velegnet som strafgrundlag.<sup>64</sup> Der har dog været rejst tiltale efter AL § 54 i nogle af de meget omtalte erhvervssager fra de senere år, således i sagen om 6. Juli Banken<sup>65</sup> i sagen mod bestyrelsen (og revisorerne) i Nordisk Fjer<sup>66</sup> og i sagen mod ledelse og revision i C & G-banken.<sup>67</sup> I Nordisk Fjer-sagen blev bestyrelsen ikkedi bøder for overtrædelse af AL § 54, stk. 3, ved ikke at kontrollere revisionsprotokollater. Ved ankesag af nedsattes bøden for de to medarbejdervælgte bestyrelsesmedlemmer. Begge

64. Jf. herved også *Gomard* i U 1993B, p. 145 samt *Berg* og *Langsted* i U 1994B, p. 183 f. og 185 samt *Knud Waaben v. Lars Bo Langsted*, Strafferenens alm. del. I 2011, p. 89 ff.

65. Københavns Byrets dom af 4. september 1992 (sag nr. 1831691).

66. Østre Landsrets dom af 14. december 1993 (sag nr. S-3113-93) (ankesag vedrørende de to medarbejdere i bestyrelsen) og Københavns Byrets dom af 12. august 1993 (sag nr. 6636/93). Ved Østre Landsrets dom af 18. september 1998 blev direktørerne i Nordisk Fjer straffet for groft bedrageri. Ved dommen fik to af selskabets revisorer i tillige bedømmelse efter StrfL §§ 157 og 296, stk. 2. Se em. dommen *Ranje Johansen* i RR 1999/3 p. 9 f.

67. Københavns Byrets dom af 9. marts 1994 (sag 73359/90).

styrelsen frifundtes derimod for tiltalen efter § 54, stk. 1, for ikke at sørge for en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed. Boderne var ubetydelige (5.000 kr. henholdsvis 1.000 kr.). Ved C & G-bank-sagen blev bestyrelsen bl.a. frifundet for overtrædelse af AL § 54. Bestyrelsen havde ikke svigget sin tilsynspligt og pligt til at være aktiv med hensyn til at opdage og begrænse bankens tab. I Grønbaek og Bang-sagen, U 2009.2112 H, blev den tiltalte frifundet for overtrædelse af tavshedspligten, jf. SL § 132.<sup>68</sup>

Manglende udarbejdelse af årsregnskaber og visse andre overtrædelser af årsregnskabsloven straffes ligeledes med både efter årsregnskabslovens § 164. Denne bestemmelse omfatter ligesom selskabslovens strafbestemmelser også simpelt uagtsomme forhold, jf. Strfl. § 19. I relation til indsendelse af årsregnskaber anvendes § 164 ikke, men derimod de mere effektive regler om afgift og tvangsbøder, jf. straks nedenfor.

Visse alvorligere overtrædelser af selskabslovens regler og fremsættelse af urettige eller vikiledende offentlige meddelelser angående selskabernes forhold kan straffes efter Strfl. § 296. § 296 blev udvidet i 2005 til at omfatte samtlige serlovgivningens kapitalbeskyttelsesregler, herunder overtrædelser vedrørende kapitaltilførsel, reglerne om ulovlige kapitalejerlån, ulovlig selvfinansiering og kapitaltab. Ved ændringen blev det præciseret, at § 296, stk. 1, fortsat skal være en overbygningsbestemmelse vedrørende grove overtrædelser af kapitalbeskyttelsesregler i serlovgivningen. Derudover kan efter omstændighederne andre straffelovsbestemmelser i Strfl. kap. 28 om berigelsesforbrydelser samt kap. 29 om andre strafbare formuekrenkelser bringes i anvendelse, jf. f.eks. U 1978.414 og U 1981.701, som begge straffede for overtrædelse af aktionærskæbenebestemmelserne og for skyldnersvig efter Strfl. § 286, stk. 2, jf. § 283, stk. 1, nr. 3.

Opfyldelse af ledelsens pligter til at indgive anmeldelser m.v. i forhold til Erhvervsstyrelsen kan soci nævnt fremsættes ved tvangsbøder, jf. SL § 366, stk. 2. Tilsvarende indeholder ÅRL § 162 hjemmel til, at Erhvervsstyrelsen kan pålægge medlemmer af selskabsledelsen tvangsbøder for manglende indsendelse af dokumenter m.v. Tvangsbøder anvendes ikke meget. Af stor praktisk betydning er derimod, at styrelsen efter ÅRL § 151 kan pålægge le-

68. Se om dommen Jesper Lau Hansen i NTS 2009.4 p. 32. Betænkning nr. 1575/2011 om skærpet ansvargrundlag for ledelsesmedlemmer m.v. i finansielle virksomheder indeholder forslag til skarpede ansvaretssommer indenfor det finansielle område, jf. også herom ovenfor i nota 32.

delsesmedlemmer en afgift for forsinkel indsendelse af krusrapporten. Under ganske særlige omstændigheder kan der fritasges for afgift efter ARL § 152.<sup>69</sup> Efter SL § 369 kan selskabet som sådant pålegges strafansvar.<sup>70</sup> Mange andre steder i særlovgivningen er der hjemmel til at pålelse selskabet som sådant boder, således bl.a. i skattekontrolllovens § 13 om afgivelse af uregelmæssige eller vildledende oplysninger og årsregnskabslovens § 164, stk. 3. Tiltale kan rejses såvel mod selskabet som mod den ansvarlige person, jf. f.eks. U 1983.845 Ø.<sup>71</sup> Ved en lovdæmpning i 1996 blev der indført regler om strafansvar for juridiske personer i Strfl. kap. 5, § 25 og følgende. Juridiske personer omfatter bl.a. aktie- og anpartsselskaber. Efter en senere bestemmelse i Strfl. § 306 kan selskaber også straffes for overtrædelse af straffeloven.

Strafansvar for selskaber forudsætter som nævnt særligt lovbjemmel, jf. Strfl. § 25. Det forudsættes dertil, at der er begået en lovovertrædelse, der kan tilregnes en eller flere personer, der er knyttet til selskabet, typisk selskabets ledelse eller de (øvrige) ansatte, eller som kan tildeles selskabet som sådant. Se som eksempel U 2000.456 V og U 2003.1452 Ø, hvor et aktieselskab blev idammt bodesstraf for overtrædelse af arbejdsmiljøloven.

På grundlag af forslag fremsat i betænkning nr. 1066/1986, Bekæmpelse af økonomisk kriminalitet, blev der i 1987 gennemført skærpelse af straffebestemmelserne vedrørende manglende eller mangelfuld bogføring i Strfl. § 302.<sup>72</sup> Bestemmelsen supplerer en række specialstrafferegler i bogføringsloven, årsregnskabsloven, kildeskatteloven m.v., hvor der stilles krav om regnskabsføring. § 302 giver hjemmel til at straffe grovere forsættige overtrædelser. Den kan ikke anvendes på selskaber som sådan.

Som en nydannelse blev der endvidere gennemført regler om frakendelse af retten til at være direktør, bestyrelsesmedlemmer m.v. i selskaber, når der er udvist forhold, der begrunder en nærliggende fare for misbrug af stillingen, jf. Strfl. § 79, stk. 2. Der tænkes herved på tilfælde, hvor personer bevidst opretter – og lukker – selskaber på en sådan måde, at kreditorerne skuffes (*kortsynd*). Betingelserne for frakendelse var ret strenge. Det er selvfølgelig

69. Bestemmelserne i §§ 151 og 152 administreres ganske stramt. Det foreligger en omfattende praksis fra Erhvervsankensævnet om bestemmelserne, ikke mindst om § 152. Se herom foran i kap. 13.1.7.

70. Se om strafansvaret for selskaber nærmere Vagn Greve, *Gorm Toftegaard Nielsen & Asbjørn Jensen, Kommenterede straffelov alm. del*, 10. udg., 2013, jf. også Gorm Toftegaard Nielsen, *Straffelov I*, 2013, p. 232 ff., og generelt Jan Pedersen, *Skatte- og afgiftsstrafferet*, 4. udg., 2019.

71. Se om skattekontrolllovens § 13 også Aage Michelsen m.fl., *Lærebog om indkomstskat*, 13. udg., 2019, p. 1327 f.

72. Jf. herom Lars Bo Langsted i Jur. 1987 p. 324 ff. og 330 f.

ikke nok, at man har været leder i et selskab, der er gået konkurs. Der skal være begået et strafbart forhold, og dette forhold skal begrunde en nærliggende fare for misbrug af stillingen. Bestemmelsen har kun været anvendt i ganske få tilfælde.

Ved en ændring af straffeloven i 2013 blev Strafl. § 79 omformuleret, således at den bjemler frakendelse af retten til at deltage i ledelsen af en erhvervsvirksomhed her i landet eller i udlandet uden at hæfte personligt og ubegrænset for virksomhedens forpligtelser. Strafferetlige sanktioner har imidlertid vist sig utilstrekkelige til at dæmme op for konkursrytteri m.v. Til imødegåelse af sådanne misbrug blev der i 2013 indsat bestemmelser om konkurskarantæne i konkurslovens kap. 19 og følgende.<sup>73</sup> Konkurskarantæne kan efter kurators begerning pålægges ledelsen i et selskab, hvis det må antages, at ledelsen på grund af groft uforsvarlig forretningsførelse er uegnet til at deltage i ledelsen af en erhvervsvirksomhed, jf. nærmere KL § 157 samt U 2019.2000 H.

Konkurskarantæne pålægges af skifteretten på grundlag af kurators indstilling. Karantænen pålægges for 3 år, evt. kortere, jf. KL § 158. KL § 160 og følgende indeholder nærmere regler om skifterettens behandling af kurators indstilling.

Retsvirkningen af konkurskarantæne er, at den, der i strid med karantænen har deltaget i ledelsen af virksomheden, hæfter for den del af skyldnerens gæld, som ikke dækkes af konkursmassen, hvis fristdagen ligger inden konkurskarantænens udløb, evt. inden for 1 år efter karantænens udløb, jf. KL § 167.

Bestemmelsen omfatter således medlemmer af direktion, bestyrelse eller tilsynsråd samt likvidator i aktie- og anpartsselskaber. Reglerne om konkurskarantæne har fået stor praktisk betydning. Der foreligger en mængde afgørelser om konkurskarantæne. Afgørelserne afspejler skifterettens vurdering af ledelsens varetagelse af sine pligter efter selskabsloven.

Domstolene legger i vurderingen af, om betingelserne for konkurskarantæne er opfyldt, blandt andet vægt på størrelsen af kreditorenes samlede tab, om bogføringsreglerne er overholdt, samt om skyldneren har sammenblandet sin private økonomi med selskabets. Erhvervsstyrelsen fører et ikke-offentligt

73. Se (kritisk) om konkurskarantæne og kapitalselskaber bl.a. Troels Michael Lilja i NTS 2014:1 p. 29 f. Se om konkurskarantæne i det hele Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørgaard, Konkursloven med kommentarer, 14. udg., 2018, p. 893 ff., og Torben Kull Hansen og Lars Lindencrone Petersen, Insolvensprocesset, 4. udg., 2020, og Eva Stad og Jens Ravn i U 2020B, p. 25 f.

konkurskarantæneregister.<sup>74</sup> En oversigt over antallet af sager om konkurskarantæne ved So- og Handelsretten gives i rettens Årsmelding 2020. Det fremgår heraf, at der i 2020 blev afdøbt i alt 1520 sager om konkurskarantæne, hvilket er flere end i årene 2017, 2018 og 2019 til sammen. Dette udgør ca. 1/3 af sagerne på landsplan. En oversigt over afgjelser fra So- og Handelsretten kan også ses på rettens hjemmeside. Eksempelvis kan nævnes SH 2015.B-0041-14 (mangelfuld bogføring, ulovligt aspartatavertin, konkurskarantæne i 3 år), SH 2015.B-0052-14 (oversurcel af selskabets midler til direktørens egen konto, overtrædelse af bogføringsloven, manglende afregning af moms, A-skat, AM-bidrag m.m., konkurskarantæne i 3 år), SH 2015.B-98-15 (frifindelse, da den pågældende person ikke inden for den relevante periode i KL § 157 havde deltaget direkte eller indirekte i selskabets ledelse), SH 2015.B-50-15 (mangelfuld bogføring m.v., kun 1 års konkurskarantæne som følge af særlige personlige forhold), SH B-150-15 (manglende skattesafregning, 2 års konkurskarantæne), SH B-67-15 (konkurskarantæne på 2 år under hensyn til, at der var forløbet 2 år siden konkunderets afgjelse, og til direktørens mindre betydningsfulde rolle i selskabet som stillmand), SH B-46-15, B-47-15 (ledelsen frifundet for konkurskarantæne), SH B-340-15, B-341-51 (ligeledes frifindelse), SH B-234-15 og B-235-15 (ligeledes frifindelse), SH B-144-15 (konkurskarantæne i 3 år til X, der formelt og reelt udgjorde en del af selskabets ledelse, for manglende afregning af moms m.v. og for at forstikke aktiver; frifindelse af Y for groft uforsvarlig forretningsforelse), BS-20382-2018 (sammenblanding af økonomi, driften og ledelsen fremstod rodet og uforsvarlig, konkurskarantæne i 2 år), BS-33109-2018 (bogføring, materiale mv. påstået bortkommet), BS-3130-2018 (direktør konkurskarantæne 2 år, henset til at selskabet i 3 år havde anvendt det offentlige som kreditfacilitet), B-568-17 (direktør frifundet for konkurskarantæne, selskabet ikke drevet ud over håbloshedstidspunkt), B-365-17 (frifindelse), B-394-16 (frifindelse; forholdet ikke groft), 13-189-17 (ikke udleveret bogføring m.m. – konkurskarantæne i to år), B-55-16 (frifindelse, personen ikke i selskabets ledelse), B-150-15 (selskabet tom for midler m.m.; 2 års konkurskarantæne). Fra domspraksis kan nævnes U 2015.750 Ø, hvor højretetten i modsætning til skifteretten fandt, at der forelå groft uforsvarlig forretningsførsel. Sml. også den frifindende dom i U 2015.3643 Ø om en direktør i et S.M.B.A. Det samme ledelsesmedlem kan pålægges flere konkurskarantæner på samme tid – eksempelvis hvis vedkommende bestrider ledende stillinger i flere koncerner.

74. Jf. bkg. nr. 1510 af 13. december 2013. Justitsministeren bad i juni 2020 konkundelet om at komme med forslag til ændringer af reglement om konkurskarantæne, herunder at gøre konkurskarantæneregistret offentligt tilgængelig.

rbundne selskaber, jf. U 2019.2000 H. At likvidator også kan pålægges konkurskarantæne, er illustreret i U 2019.2007 H. Se også dommene i U 2019.2008, U 2019.2012 H, U 2019.2612 V og U 2019.3543 H.

Konkurskarantæne vil som udgangspunkt blive pålagt for en periode på 1

Overtredelse af en konkurskarantæne indebærer efter omstændighederne, at personen hæfter personligt på objektivt grundlag for selskabets forpligtelser, hvis det går konkurs.

Der viser sig til stadighed nye former for misbrug af de selskabsretlige regler. Efter konkursstyrelsen blev det næste selskabstømning. Selskabstømning er som allerede nævnt en trafik, der går ud på at erhverve et sådant overskudselskab, dvs. et selskab, der har realiseret sine aktiver og nu kun har en likvid pengebeholdning plus en skatteforpligtelse. En erhverver kan lovligt være interesseret i at kabe selskabet til den indre værdi med tilbage af en procentdel af den skyldige skat. Kabet kan være attraktivt, hvis erhververen kan videreføre selskabet med en sådan erhvervsmæssig aktivitet, at skatten kan udskydes. I den værste form havde koberen selskabets midler og foretog sig derefter intet med selskabet. Efter et stykke tid vil selskabet blive tvangsoplast efter begjering af Erhvervsstyrelsen, jf. nedenfor i kap. 16. I de klare tilfælde var der tale om skyldnersvig efter StrfL § 286. Selskabstømmene har i en række tilfælde forsøgt at bringe sig i ly for dansk strafforsydning ved bortrejse til udlandet. Mellem yderpunkterne er en række tilfælde, hvor selskabet er solgt et antal gange på en uigennermæssigt malde, eller hvor det ikke i øvrigt (bevismæssigt) kan antages, at sælgeren har grund til at formode, at der sælges til en selskabstømmer.

Selskabstømning er en form for økonomisk kriminalitet, der naturligvis som sådan bør bekæmpes. Desuden påføres staten gennem den manglende skatbetaling et betydeligt provenuttab. Der er fort et meget stort antal sager om selskabstømning. Disse er nu ved at være afsluttet med det resultat, at staten stort set har fået sit tab dækket. Tilbage står bl.a. nogle erfaringer omkring misbrug af selskabsformen, som kan bruges i sager om nye varianter, f.eks. den såkaldte momskurrusel, hvor der også indgår lukning af selskaber og flygt fra offentlig gæld og udnyttelse af momstreglerne om tilbagebetaling af mom. <sup>75</sup> Erfaringerne har også fort til et øget samarbejde mellem myndighederne med henblik på at modvirke misbrug.<sup>76</sup>

75. Se os momskurrusel i Skatstyrelsens publikation »Skatstyrelsens kontrol mod momskurruseller er blevet mere effektiv«, marts 2021.

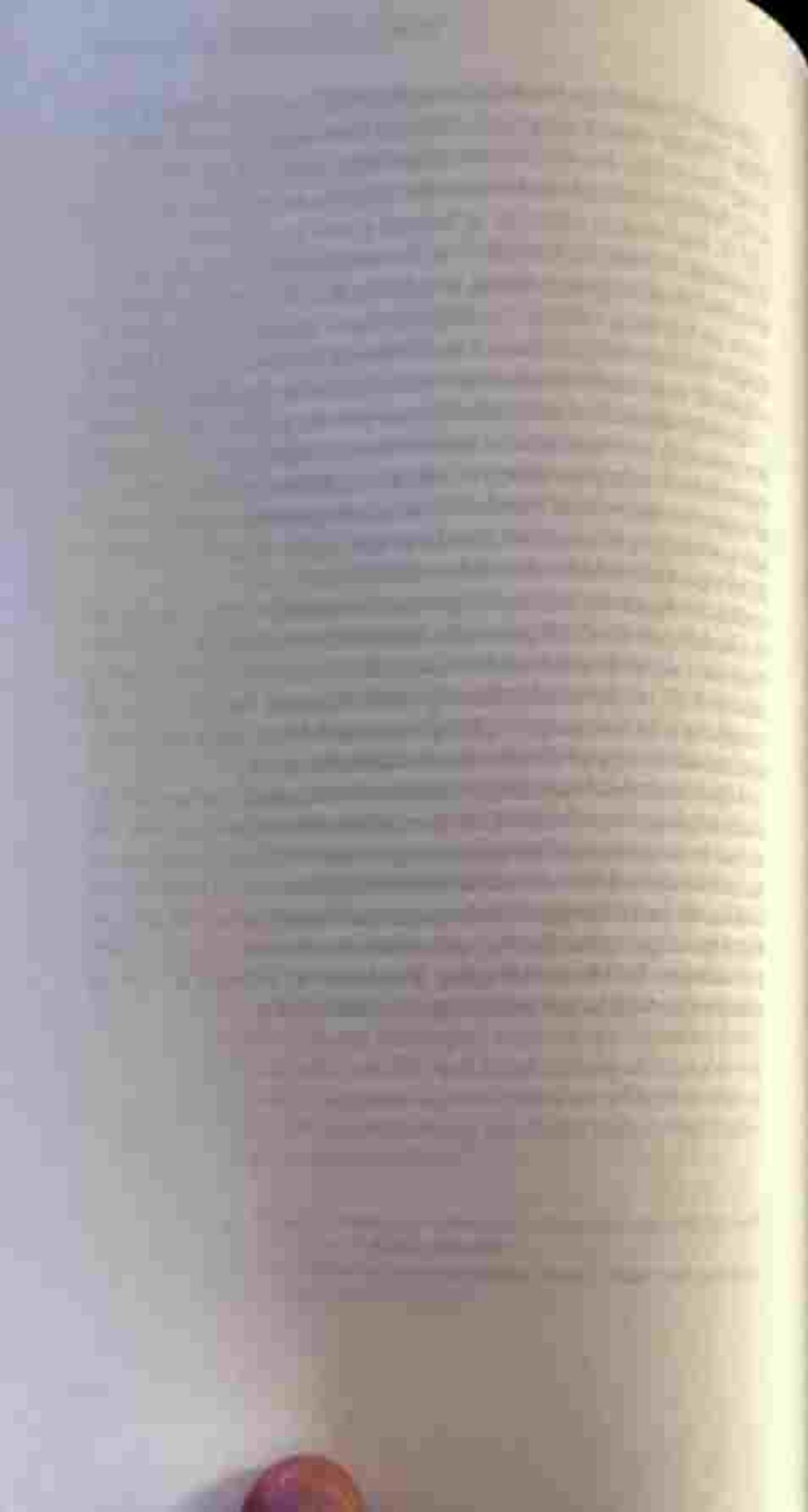
76. Se bl.a. EU's »Guide on enhanced cooperation between Member States and Business in the field on fighting VAT fraud«, febr. 2016.

En øerlig indsats mod selskabstømming blev vedtaget af Folketinget i maj 1994. Der var tale om ændringer i såvel den skatretlige som den selskabretlige lovgivning. Hovedelementer her er regler om overdragere og rådgiverens *hæftelse for selskabskatten*. Dette følger nu af bestemmelserne i SEL § 33 A. Hæftelsen er subsidiær og betinget af end tro hos overdrageren og rådgiveren. Der kan fås bindende svar fra skattemyndighederne om, at hæftelse ikke vil blive gjort gældende, jf. § 33 A, stk. 5. Hæftelserreglen har påvist en betydelig virkning. For rådgivergruppen, advokater, revisorer m.v. tilsiger både personlig interesse i at friholde sig for ansvar og god rådgivningsskik, at eventuelle handler med overskudsselskaber forhindres.

Et andet element var indsættelsen af en regel i AL § 118 a (Agl. § 63) om den situation, hvor et selskab er modent til tvangsopløsning. I disse tilfælde kunne Erhvervsstyrelsen udpege en selskabs- og regnskabskyndig, der havde til opgave at udarbejde et regnskab for selskabet og herunder foretage en kritisk gennemgang af selskabets regnskaber m.v. og dets forhold i øvrigt. AL § 118 a er imidlertid ikke videreført i selskabsloven.

Oftest foreligger der intet ordentligt regnskabsmateriale. Dette vil kunne give anledning til strafforfolgning efter StrfL § 302 om manglende bogføring. Hvis der i øvrigt er anledning hertil, tager Erhvervsstyrelsen de nødvendige initiativer til, at der sker strafferetlig efterforskning og evt. tiltakerejsning. Uordenlig eller manglende bogføring og regnskabsføring indgår som nævnt ovenfor som et hyppigt element i konkurskarantænesagerne.

I forbindelse med etablering af administrativt samarbejde mellem en nogle myndigheder med henblik på at få en tidligere erkendelse af, hvornår selskaber bevæger sig mod tvangsopløsning, må man antage, at der vil komme en vækst i anvendelsen af straf sanktionen i selskabsforhold. I samme retning trækker de bemærkninger til ændringerne, som understreger selskabernes erstatningsretlige og strafferetlige ansvar som »modsvær« til de gennemførte forenklinger. En løbende udlugning af underskov af selskaber er også tiltrængt og gavnlig for den store gruppe af seriøse selskaber.



# Koncerner

## 15.1 Koncerner: Enhed og flerhed

Koncerner er stort set udbredt som selskabsretlig struktur. Koncerne forekommer både inden for det store og inden for det mindre erhvervsliv. Nogle koncerne er internationale. Mange danske virksomheder er domselskaber af udenlandske moderselskaber, og en del danske selskaber har (mange) udenlandske datterselskaber. Motiverne og baggrunden for disse koncerne er meget forskellige. Tilsvarende er den virksomhedsøkonomiske struktur forskellig. Den selskabsretlige problematik er, at nogle koncerne – men ikke alle – i virksomhedsøkonomisk henseende arbejder som en økonomisk enhed, mens de enkelte koncernselskaber i juridisk henseende udgør selvstændige retssubjekter. De enkelte koncernselskaber har hver sin selvstændige selskabsretlige organisation. Hvert enkelt selskab har sine rettigheder og forpligtelser. Medarbejdere er ansat i et bestemt koncernselskab, ikke i koncernen som sådan, kontrakter indgås af og med et enkelt koncernselskab, ikke med koncernen som sådan. Hvert enkelt selskab skal udarbejde sit eget årsregnskab, som viser dette selskabs aktiver og passiver, overskud eller underskud.

Koncernerne stiller selskabsretten i et dilemma. Koncerndannelse er en realitet, som de selskabsretlige regler må forholde sig til. Det problem, der skal løses, er på en ene side at give koncernerne den fornødne *retlige legitimitet*, dvs. anerkendelse af, at de kan fungere som økonomiske enheder. På den anden side må de traditionelle selskabsretlige mål vedrørende beskyttelse af de selskabsretlige interessergrupper fastholdes. Koncerndannelse skaber særlige risici for overgreb mod kreditorer, aktionærer og medarbejdere.

Alle lande står over for denne problematik.<sup>1</sup> Nogle lande, først og fremmest Tyskland, har udviklet et egentligt *koncernretligt regelsystem* inden for

1. If. om koncerner og koncernret nærmere Paul Kriger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, Bernhard Gomarid, Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner.

selskabslovgivningen. Andre lande fastholder (som udgangspunkt), at koncerner skal betragtes som en samling af enkeltsselskaber, hvor modersselskabet kun har den særstilling, som følger af positionen som dominerende aktionær. Intet land har endnu udviklet en model, som modsigelsesfrit løser alle problemer. For Danmarks vedkommende blev der taget hul på problemstillingerne i selskabslovene fra 1973, men ikke meget mere. Fra en spad start i 1973, hvor der i dag knap 20 bestemmelser i selskabsloven, som indeholder særegler om koncerne. Man kan ikke sige, at disse regler på det nuværende udviklingstrin udgør et komplet koncernretligt regelsæt, men de er på den anden side andet og mere end spredte enkeltregler.<sup>2</sup> De fleste af reglerne er kommet til efter Danmarks indtræden i EU. I EU er der arbejdet med en regulering af koncernproblemerne i mange år. intentionen var, at arbejdet skulle føre til et 9. direktiv om materiel koncernret. Bløde de tekniske vanskeligheder med at udforme et velfungerende regelsæt og politisk uenighed om reguleringens karakter har indtil videre medført, at det ikke er lykkedes at få vedtaget et direktiv eller blot udformet et endeligt forslag hertil. Selv om arbejdet med at få vedtaget et endeligt 9. direktiv om materiel koncernret således ikke har været succesfuldt, så har den gennemarbejdning af problemerne, der er sket i forbindelse med udarbejdelsen af successive forslag til direktivet, sat spor i de øvrige gennemførte direktiver, herunder også det 7. direktiv om koncernregnskaber, nu afløst af direktiv 2013/34/EU om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber m.v., jf. herom nedenfor i punkt 15.5.

Arbejdet med den materielle koncernret på EU-niveau er formentlig ikke slut. Koncernproblemerne blev således nævnt i det program, der danner ramme for Kommissionens arbejde. High Level-gruppens arbejde og Kommissionens handlingsplan fra 2003 nummede også et initiativ på koncernområdet.<sup>3</sup> Arbejdet med at udforme en fælles koncernregulering kan bl.a. bygge

1997, Søren Friis Hansen, European koncernret, 1996, Werkauff, Koncernretten, 1996, og Karsten Engsig Sørensen, Selskabssstrukturer, 2015, p. 195 ff.

2. Jf. således Paul Krøger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 45 f. Se også Gitte Segard, Koncernbegrebet: Selskabs- og regnskabstrettens koncernbegreber, 2016.
3. Kommissionen ville efter handlingsplanen på mellemlangt sigt fremsætte et nyt direktivforslag om koncerne. Direktivet skulle bl.a. indeholde klar accept af, at der kan føretages fælles koncernstyring, dvs. af modersselskabets ledelsesret, jf. ovenfor i teksten punkt 15.4. Som det kunne forventes, var høringsvarene til handlingsplanen delte på dette punkt. I Kommissionens konsultationsdokument »Consultation on future Priorities for the Action Plans», 2005, jf. herom foran i kap. 13.4, spørges, om der er behov for initiativer på EU-niveau på dette område (spørgsmål 10). Spørgsmålet stilles på baggrund af konsultationsdokumentets generelle udgangspunkt, at »Legisla-

på forslag til et nyt mere enkelt direktiv fra en række medtildelinger i europæiske selskabsretskyndige.<sup>4</sup> Forslaget omfatter kernesakselemente i koncernretten. Der er ikke tale om en kopi af den tyske reguleringsmodel. Tvertimod inddrages også engelske og franske erfaringer, naturligvis i det mål at fjerne det meget tyske præg, som klart var med til at hindre de første forslag på harmonisering. Forum Europacums forslag er således delvis inspiration for arbejdet med den europæiske modellov.

Dansk selskabsret har for nærværende en ufuldendt, men dog ganske god, koncernretligt regelsæt.

Koncerne er som nævnt meget forskellige. Nogle koncerne fungerer fuldstændig decentralt og parallelt med den selskabsretlige opdeling. Moderselskabet blander sig ikke i datterselskabets daglige drift. Datterselskabet er forretningsmæssigt selvstændigt i enhver henseende. Nogle internationale koncerne – f.eks. de såkaldte *konglomerater* – har, nærmest pr. definition,

...tion at EU-level is only justified when that is the best level at which to act and where legislation is the only way possible – when the market alone cannot efficiently address concerns... Holdningen til nye EU-initiativer på koncernområdet var overvejende negativ. Holdningen synes imidlertid at have skiftet. I Kommissionens Action Plan, 2012, punkt 4.6, bebudes således et nyt initiativ på koncernområdet. Det peges især på bedre kommunikation til investorer om koncernstrukturen og anerkendelse af koncerninteressen, se således forslagene til en dansk reform Paul Krüger Andersen, Europeisk koncernret, Quo Vadis?, NTS 2006:4 p. 87 ff. Den europæiske selskabsretlige modellov (EMCA) kap. 15 indeholder en model for koncernregulering. Modelloven kan ses på SSRN. Se her til bl.a. Pierre-Henri Conac, Directors' Duties in Groups of Companies: Legalising the Interest of the Group at the European Level, i Hanne S. Birkmoor, Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds), Boards of Directors in European Companies, 2013, p. 75 ff. Modellovens koncernregler har bl.a. påvirket selskabslovgivningen i en række østeuropæiske lande.

4. Gruppen betegnede sig som *Forum Europaeum Konzernrecht* og bestod overvejende, men ikke udelukkende, af tyske forskere. Gruppens forslag er offentliggjort i ZGR 4/98 p. 672 ff. En engelsk version »Corporate Group Law For Europe« er udgivet af det svenske *Forum Europaeum*, 2000 (omtalt af Paul Krüger Andersen i NTS 2000:3/4 p. 214 ff.). Se om forslaget også Peter Hommelhoff i Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds), The Internationalization of Companies, 2001, p. 11 ff. Forum Europacums forslag er sat i et skandinavisk perspektiv af Paul Krüger Andersen i Europacums forslag er sat i et skandinavisk perspektiv af Paul Krüger Andersen i ZHR 1/2002 p. 96 ff. Se også Liv Stolen i NTS 2004 p. 402 ff. Se videre Klaus J. Hopf i ZHR 171 (2007) p. 199 ff., »Konzernrecht: Die europäische Perspektive«. Det pågældende nummer af ZHR indeholder i øvrigt en række bidrag om tysk koncernret i rettspolitiske, retssammenlignende og europæisk belysning. OECD har udgivet en rapport »Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups, 2020. Rapporten er udgivet som ebook, OECD publishing, 2020, og er omtalt af Karsten Engsig Sørensen i NTS 2020:2-3, p. 219 ff.

denne karakter. Deres økonomiske idé er risikospredning. Mere udbreddt i dag er koncerner, som er økonomisk integrerede. De fleste virksomheder beklager sig i dag til en strategi, der går på at holde sig inden for nogle forretningsmæssige kernekompentence. Herved folger, at de enkelte koncerneenheder samhandler indbyrdes, at de koordinerer deres forskningsmæssige indsats, deres finansielle ressourcer osv. Organisatorisk styres de centralt ud fra en organisationsplan, som ikke nødvendigvis er identisk med det selskabsretlige koncerndiagram. Det er navnlig denne type koncerner, der kan vække selskabsretlige problemer.

Den danske selskabslov sonder ikke mellem forskellige koncerntyper.<sup>5</sup> Selskabsloven indeholder kun et koncernbegreb, og de respektive koncernbestemmelser gælder for alle koncerner. Opgaven for en kommende koncernregulering er at udvikle koncernrettet, således at der er bedre sammenhæng mellem den erhvervsmæssige virkelighed og den selskabsretlige regulering. Dette er som allerede nævnt ikke ligetil. Moderniseringsbetænkningen – og selskabsloven – har ikke gjort fortog på at løse denne opgave. I store træk viderefører selskabsloven blot de hidtidige koncernregler.

### 15.2 Koncernbegrebet

Som nævnt indeholder selskabslovene en lang række bestemmelser, der regulerer forholdene i koncerner. Selskabslovens §§ 6 og 7 indeholder lovens koncernbegreb. Dette begreb finder anvendelse i alle de bestemmelser i selskabslovene, som indeholder forordninger vedrørende koncerner. Dansk lovgivning har afstilt fra at udforme et koncernbegreb, som er varieret og tilpasset de enkelte relationer, hvor det anvendes, således som det navnlig kendes fra tysk ret.<sup>6</sup> Den nye selskabslov tilstræber tværtimod, at der kun skal være en koncerndefinition i selskabsretten, og at denne definition stort set skal være sammenfaldende med koncerndefinitionen i lærregnskabsloven og samtidig anvendelig både i rest danske og i internationale koncerne.<sup>7</sup> Der har været en-

5. Men koncern er enget forskellige både med hensyn til de økonomiske og juridiske motiver, der ligger bag, jf. herunder Paul Krüger Andersen, *Studier i dansk koncernret* p. 197 ff.
6. Se herom f.eks. Enrico Habermann, *Aktien- und GmbH-Konzernrecht*, 9. Aufl., 2019, og Karsten Schmid, *Gesellschaftsrecht*, 5. Aufl., 2021.
7. Jf. bemærkningerne til L 179 2008-2009 p. 95, 123.

“kette modifikationer” i enhedssynspunktet. Reglene om koncerndefinitionen for medarbejderne, jf. den tidligere aktieselskabslovs § 49, anvendte kun første led af koncerndefinitionen – flertal af stemmerettighederne – ikke de mere vagt formulerede led i AL § 2, nr. 2-5. I selskabslovens § 141 anvendes nu det almindelige koncernbegreb, også i relation til reglene om koncerndefinition. I årsregnskabsloven udvides det koncernbegreb, der skal anvendes i regnskabsmessig henseende. Koncerndefinitionen i årsregnskabsloven er flyttet fra selve loven og fremgår nu af bilag 1 B til loven, jf. form i kap. 13. Som følge af årsregnskabslovens udvidede område omfatter koncerndefinitionen i årsregnskabsloven nu både moder- og datterselskaber.<sup>8</sup> Pligtens til at afslægge koncernregnskab kan altså påhvile koncerne, hvor enten moder- eller datterselskaber med begrenset ansvar, jf. ARL § 109. Med denne modifikation er definitionen af en *modervirksomhed* i årsregnskabsloven identisk med den selskabsretlige definition af et moderselskab, jf. straks nedenfor. Den samme udvidelse gælder på dattersiden vedrørende koncerne med en fond som moderfond, jf. loven om erhvervstrivende fonde § 1, stk. 2, nr. 3. Årsregnskabsloven indeholder endvidere begrebet *associerede virksomheder*. Begrebet omfatter virksomheder, som ikke er datterselskaber, besidder kapitalinteresser og udover en betydelig indflydelse på virksomhedens driftssigne og finansielle ledelse. Der opstilles en formodning for, at en andel af stemmerne på 20 pct. eller mere ger en virksomhed til associeret, jf. bilag 1, punkt B 5.<sup>9</sup>

Den selskabsretlige koncerndefinition har tidligere været udgangspunkt for afgrensningen i den tidligere værdipapirhandelslovs § 31 om pligtmæssige overtagelsestilbud. Dette er nu ændret. Se nærmere nedenfor i kap. 16.8.

Gennemforelsen af det 7. direktiv nødvendiggjorde ændringer i årsregnskabslovens koncerndefinitioner, men ikke umiddelbart i den selskabsretlige definition. Imidlertid valgte lovgiver for at bevare den hidtidige begrebsmessige identitet at ændre det selskabsretlige koncernbegreb i overensstemmelse med ændringerne i årsregnskabsloven. Det skete bl.a. med den tilkendegivne intention, at den nye affattelse af koncerndefinitionen i det væsentlige skulle

8. SmL opst. begrebet *anværlendes* i konkurslovens § 2, jf. herom Niels Juel Clausen i U 1987B, p. 417 f. samt Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørygaard, Konkursloven, 14. udg., 2018, p. 95 f.
9. Se om årsregnskabslovens begreber nærmere Gitte Segard, Koncernbegrebet, 2016.
10. Jf. om datterselskaber og associerede virksomheder efter årsregnskabsloven Per Christensen, RR 1992 nr. 8 p. 25 ff., og Henrik Steffensen m.fl., Årsrapporten, 7. udg., 2016, p. 1239 f., 1250.

svare til den hidtidigt gældende definition i aktieselskabslovens § 2.<sup>11</sup> Som nævnt ovenfor er selskabslovens koncerndefinition fortsat tilpasset den regnskabsmæssige definition, mere specifikt de internationale regnskabstandarde, der IFRS (tidligere IAS). Selskabslovens forarbejde angiver således, at koncerndefinitionen skal fortolkes i overensstemmelse med denne standard, og at det regnskabsmæssige fortolkningsbidrag til IAS 27 (benævnt SIC 12), som International Accounting Standard Board har udstedt, vil udgøre et fortolkningsbidrag til den nye koncerndefinition.<sup>12</sup> Der er siden vedtaget en IFRS 10, som erstatter IAS 27 for så vidt angår koncerndefinitionen. Denne definition er ikke umiddelbart fortolkningsbidrag til den gældende koncerndefinition i selskabsloven.

Efter selskabslovens § 7 er et selskab et moderselskab, hvis selskabet kan udøve bestemmende indflydelse over en anden virksomhed. Den nye definition gør det klart, at det afgørende moment i koncerndefinitionen er, at moderselskabet reelt har bestemmende indflydelse, ikke om moderselskabet besidder ejerandele i datterselskabet. I den tidligere koncerndefinition var det et krav, at moderselskabet skulle besidde aktier eller anparter i datterselskabet. Dette sidstnævnte krav er ophævet.

§ 7, stk. 1, angiver, hvad det vil sige at have bestemmende indflydelse. Bestemmende indflydelse er »beføjelsen til at styre en datterselskabets økonomiske og driftsmæssige beslutninger«. Bemærkningerne til § 7, stk. 1, siger om dette helt kort: »Begrebet økonomiske og driftsmæssige beslutninger kendes allerede fra årsregnskabsloven.«<sup>13</sup>

Den tidligere koncerndefinition omfattede kun de tilfælde, hvor både moders- som datterselskab var aktie- og/eller anpartsselskaber.

Også på dette punkt er der sket en tilpasning til årsregnskabslovens begreb, idet selskabslovens § 6 nu siger, at et moderselskab sammen med en eller flere datterselskaber udgør en koncern. Om denne udvidelse siger bemærkningerne kort: »Den foreslæde bestemmelse omhandler datterselskaber frem for selskaber, da de forhold, der gør sig gældende i et koncernforhold mellem et moderselskab og dets underliggende selskaber/virk-

11. Folketingstidende 1989-90, Tilling A sp. 3494.

12. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 123.

13. Bemærkningerne til L 170 p. 124. Årsregnskabslovens bilag 1 B nr. 4, som indeholder definitionen af et moderselskab, betyder dog et lidt forskelligt ordvalg, idet der tales om »bestemmende indflydelse over en anden virksomheds driftsmæssige og finansielle ledelse«. Efter hele sammenhængen har det lidt forskellige ordvalg ingen betydning.

sombeder, for sig gældende, uanset om der er tale om underliggende selskaber eller underliggende virksomheder.<sup>14</sup>

Koncerndefinitionen er med de nævnte ændringer i øvrigt som hidtil opdelt i fem led, dog således at den vigtigste koncerndefinition - stemmeflertal - findes i § 7, stk. 2, mens § 7, stk. 3, indeholder de tilfælde, hvor der foreligger bestemmende indflydelse, selv om moderselskabet ikke ejer mere end halvdelen af stemmerettighederne i datterselskabet.

Det afgørende koncernkriterium er, som nævnt, bestemmende indflydelse. Efter § 7, stk. 2 og 3, foreligger bestemmende indflydelse i følgende tilfælde:

§ 7, stk. 2: Bestemmende indflydelse i forhold til en datterselskab foreligger, når moderselskabet direkte eller indirekte gennem en datterselskab ejer mere end halvdelen af stemmerettighederne i en virksomhed, medmindre det i særlige tilfælde klart kan påvises, at et sådant ejerforhold ikke udgør bestemmende indflydelse.

§ 7, stk. 3: Ejer et moderselskab ikke mere end halvdelen af stemmerettighederne i en virksomhed, foreligger der bestemmende indflydelse, hvis moderselskabet har:

- 1) råderet over mere end halvdelen af stemmerettighederne i kraft af en aftale med andre investorer,
- 2) beføjelse til at styre de finansielle og driftsmæssige forhold i en virksomhed i henhold til en vedtægt eller aftale,
- 3) beføjelse til at udpege eller afsætte flertallet af medlemmene i det øverste ledelsesorgan, og dette organ besidder den bestemmende indflydelse på virksomheden eller
- 4) råderet over det faktiske flertal af stemmerne på generalforsamlingen eller i et tilsvarende organ og derved besidder den faktiske bestemmende indflydelse over virksomheden.

Af de nævnte led er stemmeflertedet naturligvis det mest objektive og dermed det mest oplagte tilfælde, hvor der må konstateres koncerndannelse. I forhold til tidligere er der den ændring, at stemmeret på grundlag af pantsætning ikke medregnes.

I forbindelse med udförmning af pantsætningsaftaler måtte det tidligere overvejes næje, om pant og anden sikkerhedsstillelse bestående af aktier og inparter skulle omfatte stemmeretten. Dette har bl.a. betydning for pengeinstitutters långivning og lånevilkår. Med kravet om, at moderselskabet skal eje mere end halvdelen af stemmerne, udlukkes pantsætningsforhold fra denne

14. Bemærkningerne til L 170 p. 124. Betydningen af ændringen problematiseres ved, at selskabsloven i senere koncernbestemmelser fortsat taler om datterselskaber, jf. eksempelvis § 201 om datterselskabers erhvervelse af kapitalandele i moderselskaber. Se høremøn ovenfor i teksten samt *Karsten Engvig Sørensen i Mette Neville og Karsten Engvig Sørensen* (red.), *Den nye selskabslov*, 2009, p. 66 f.

del af koncerndefinitionen. Pantretningsforhold kan dog have konkret betydning i relation til de øvrige koncernindikationer, jf. straks nedenfor.

§ 7, stk. 3, opregner som nævnt de tilfælde, hvor der kan foreligge koncernforhold, selv om moderselskabet ikke ejer mere end halvdelen af stemmerne i datterselskabet.

Adgang til at udøvne eller afsætte flertallet af medlemmerne i det øverste ledelsesorgan (nr. 3) vil normalt ikke få selvstændig betydning, da denne ret jo netop tilkommer et stemmeflertal, jf. selskabslovens § 120 og 121 samt foran i kap. 9.3.1.1.

Nr. 2 refererer til de i tysk ret kendte *aftalekoncerne*.<sup>15</sup> Det er usikkert, om det i dansk ret er tilladt at indgå en koncernaftale, dvs. en aftale, som giver moderselskabet bestemmelsesret over datterselskabet.

Nr. 1 omfatter bl.a. ejeraftaler om udøvelse af stemmeret.

Nr. 4 omfatter tilfælde, hvor bestemmende indflydelse udøves på grundlag af såkaldt *praktisk majoritet*, dvs. med en stemmeandel mindre end flertallet, men så mange som er tilstrækkelig til at udøve den faktiske bestemmende indflydelse. Det afhænger af kapitalandelenes spredning, hvor mange stemmer der skal til for at opnå praktisk majoritet. Den tilsvarende tidligere bestemmelse krevede, at den bestemmende indflydelse udøves.<sup>16</sup> Hvis dette sker, er det klart, at den bestemmende indflydelse foreligger. Det må også kræves, at den praktiske majoritet er stabil, således at den ikke blot er et resultat af, at aktionærer ikke altid møder op på generalforsamlingen. Bemærkningerne til bestemmelsen siger, at der skal være tale om en mere permanent rådighed over stemmerne, og nævner som eksempel, at det kan ses af tidlige generalforsamlinger, at f.eks. 40 % af de samlede stemmerettigheder er tilstrækkelig til at opnå bestemmende indflydelse – og moderselskabet har over 40 % af stemmerne.<sup>17</sup>

De fem koncernindikationer er sideordnede og alternative. Et selskab kan således ikke have to »modrene«. Dette er nu udtrykkeligt slået fast i selskabslovens § 6. Skulle det ske, at flere selskaber opfylder en af koncernindikationerne, anses det selskab, der faktisk udover den bestemmende indflydelse, som moderselskab.<sup>18</sup>

15. Jf. herved nærmere Paul Krøger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 383 f.

16. Terminologisk betegner man sædvanligvis koncernindikationerne i nr. 1-3 som *de jure*-indikationer og nr. 4 som en *de facto*-indikation. Terminologien må ikke forveksles med den tyske sondring mellem *aftalekoncerne* og faktiske koncerne. Jf. herom nedenfor i note 38.

17. Bemærkningerne til L 170 p. 124.

18. Jf. bemærkningerne til L 170 p. 122.

Definitionerne i stk. 3 er knyttet til kriterier, der indeholder væsentlige tidsmæssige eller vurderingsmæssige elementer. I hidtidig praksis har de tilsvarende bestemmelser i de tidligere selskabslove kun haft ringe gennemslagkraft.<sup>19</sup> Da selskaber i almindelighed kun pålegges byrder som følge af koncerndannelsen (undtagen vedrørende låneforhold, jf. nedenfor i afsnit 15.3.1), er der sædvanligvis ingen interesse i at konstatere koncerndannelsen i tilfælde, der ikke er helt oplagte.

Årsregnskabsloven indeholder som nævnt foran begrebet *associerede virksomheder*. Begrebet har ikke en pendant i selskabsloven. Efter selskabsloven er et selskab enten et datterselskab eller ikke et datterselskab. Det kan regnskabsretligt være tvivl, om der foreligger en dattervirksomhed eller en associeret virksomhed. Anvendelse af den såkaldte *equity-metode* (indirekt visidis metode) ved indregning af kapitalandele i kapitalinteresser, dattervirksomheder og associerede virksomheder i det »overordnede« selskabs regnskab er frivillig, jf. ARL § 43 a, stk. 1. Efter den hidtidige regel i ARL § 84 var *equity-metoden* obligatorisk. Anvendes *equity-metoden*, finder bestemmelserne i ARL §§ 119-121 tillige anvendelse, jf. § 43 a, stk. 3. Anvendelse af metoden kan dog ikke erstatte et koncernregnskab.<sup>20</sup>

Et moderselskab kan efter de anførte definitioner altid udøve en bestemmende indflydelse. *Joint Ventures* af den karakter, hvor to (eller flere) selskaber i fremlægning udover ledelsesretten i et tredje, udgør derfor ikke en selskabsretlig koncern,<sup>21</sup> selv om der i sådanne selskabkonstruktioner kan forekomme problemer, som minder om dem, der gælder i »almindelige« koncerne.

§ 7 indeholder ingen tidsmæssige betingelser vedrørende koncernforholnets varighed. Udgangspunktet er således, at koncernreglerne må lægges, uanset hvor kortvarig ejerperioden er.<sup>22</sup> Enkelte koncernregler forudsætter dog en vis varighed, således reglerne om koncernrepræsentation. Særlig med

19. Jf. herved i det hele Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernet, 1997, p. 399 f.
20. Se om den regnskabsmæssige behandling af kapitalandele i associerede virksomheder og fælles ledede virksomheder. Årsregnskabsloven indeholder nye bestemmelser om kapitalinteresser, som har medført en ændring af definitionen af associeret virksomhed, jf. ovenfor. Se om ændringerne Erhvervstyrelsens Vejledning om årsregnskabslovens nye bestemmelser om kapitalinteresser, maj 2021.
21. Se om *Joint Ventures* også Karsten Engsig Sørensen i Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds), The Internationalisation of Companies, 2001, p. 155 f., samme i Tidt 2001 p. 406 f. samt udførligt i disputatsen *Joint Ventures*, 2006 og senest samme i Selskabstrukturer, 2015, p. 15 ff.
22. Jf. Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernet, 1997, p. 364 f. Anderledes Gomar Schramburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg. 2015, p. 175, note 90.

hensyn til regnskabsreglerne er det sådan, at regnskaber pr. definition omfatter en vis periode og aflægges efter denne periodes udløb. Nyerhvervede datterselskaber skal imidlertid principielt konsolideres fra erhvervstidspunktet. Konsolidering kan dog undlades, bl.a. hvis kapitalandele alene besiddes mod henblik på videreovertagelse, jf. Årsregnskabslovens § 114, stk. 2, nr. 3.

De tidligere selskabsretlige koncernregler omfattede kun tilfælde, hvor såvel moder- som datterselskaber er aktie- eller anpartsselskaber. Dette gælder nu kun på moderselskabssiden. Hvis en bestemtende aktiepost ligger i et selskab af en anden type eller, som det ofte ses, i en fond, er der ikke tale om en koncern, der omfattes af selskabslovens bestemmelser. Som ovenfor nævnt omfattes de tilfælde, hvor en fond har den bestemtende indflydelse over et aktie- eller anpartsselskab eller en anden erhvervsdrivende virksomhed, af koncerndefinitionen i loven om erhvervsdrivende fonde § 6 og dermed af pligtene efter denne lov. Efter årsregnskabslovens koncerndefinition kan som nævnt også andre virksomheder være moder- eller dattervirksomhed.

En koncern består af mindst to selskaber, som forholder sig til hinanden som moderselskab og dattervirksomhed. Ofte har dattervirksomheden selv dattervirksomheder osv. I sådanne tilfælde opstår dels en (stor-)koncern omfattende det øverste moderselskab og samtlige dattervirksomheder, dels (del-)koncerne mellem de dattervirksomheder, der selv er moderselskaber, og disse dattervirksomheder.

Det har tidligere været antaget, at selskabslovene kun finder anvendelse på selskaber, som er registreret her i landet.<sup>23</sup> Den nævnte opfattelse indebærer, at selskabslovene ikke fandt anvendelse på udenlandske selskaber, som ellers ville indgå som moder- eller datterselskaber i en koncern med danske selskaber.<sup>24</sup> Dette standpunkt er som nævnt opgivet af Erhvervsstyrelsen for så vidt angår selskaber fra EU/EØS-lande. Styrelsens nye fortolkning imødekom en EU-retlig kritik. Hovedprincippet i styrelsens fortolkningsskrivelse af 6. juni 2001 er således, at udenlandske moderselskaber fra EU/EØS-området sidestilles med danske selskaber. Dette har betydning for en række af koncernreg-

23. If. herved form i kap. 4.5 og kap. 8.5 om Erhvervsstyrelsens ændrede opfattelse, jf. herom også *Karsten Engsig Sørensen og Paul Kriger Andersen* i NTS 2001:2 p. 138 f.
24. Sml. allerede *Karsten Engsig Sørensen* i U 1990B, p. 307 f., 315, hvor det blev gjort gældende, at etableringsreglerne i EU modstørte, at aktie- og anpartsselskaber fra de øvrige medlemslande må anses som omfattet af definitionen som moderselskab. *Karsten Engsig Sørensen* har i JUR 1997 p. 431 f. foretaget en samlet gennemgang af dansk rets anvendelighed på udenlandske moder- og datterselskaber, hvor der indtages såvel EU-retlige, nationale/retlige som folkeretlige aspekter og har videre behandlet spørgsmålet i U 2000B, p. 103 f. samt – efter selskabsloven – i bogen *Selskabsstrukturen*, 2015, p. 243 ff., 249 f.

item, således reglerne om kapitalejerlån og reglerne om egne kapitalandele, jf. nedenfor.

Selskabsloven indeholder ingen bestemmelser, der generelt tager stilling til spørgsmålet om, hvorvidt udenlandske selskaber omfattes af de danske koncernregler. Bemærkningerne til definitionen af et moderselskab i selskabslovens § 5, nr. 20, ansører dog, at »denne lov regulerer alene danske selskaber, og udenlandske selskaber vil således som udgangspunkt ikke være omfattede, uanset at de måtte have danske datterselskaber«.<sup>25</sup> Det angives ikke nærmere, hvad der ligger i forbeholdet »som udgangspunkt«. I mangelforståelse må spørgsmålet afgøres ved fortolkning af de enkelte bestemmelser og efter almindelige regler om danske loves territoriale rækkevidde samt EU's etableringsregler. Dette giver plads til en nuanceret bedømmelse, hvor svært ikke nødvendigvis er det samme i relation til samtlige selskabsretlige bestemmelser.<sup>26</sup> I relation til koncernreglerne må det stå klart, at de danske regler nok kan pålægge udenlandske selskaber i koncernen pligter, men det er ikke altid muligt af gennemtvinge disse pligter. En del danske regler er formuleret globalt dækkende, uden at det medfører at angivet, hvorvidt reglerne kan håndhæves, jf. herved selskabslovens § 134. Efter § 134 har et dansk datterselskab pligt til at give modervirksomheden de oplysninger, som modervirksomheden har brug for, bl.a. for at kunne lave et koncernregnskab. Årsregnskabsloven erkender, at det ikke altid er muligt for et dansk moderselskab at få tilstrækkelige oplysninger fra et udenlandsk datterselskab, jf. undtagelsesreglerne vedrørende konsolidering i koncernregnskabet i ARL § 114, stk. 2, nr. 1 og 2. Bemærkningerne til selskabslovens § 134 om underrettningsspligt om et koncernforhold ansører, at »Bestemmelsen (dvs. § 134 – min tilføjelse) gælder alene for danske datterselskaber, men moderselskabet har via sin bestemmende indflydelse i datterselskaberne mulighed for at stille det samme krav til udenlandske datterselskaber«.<sup>27</sup> Bemærkningen harmonerer ikke med årsregnskabslovens undtagelsesregel. Det afhænger af de udenlandske regler, om et udenlandsk datterselskab har pligt til at give oplysninger til et dansk (moder-)selskab.

25. Bemærkningerne til L 170 p. 121.

26. BL § 211, stk. 2, giver Erhvervsstyrelsen hjemmel til at bestemme, hvilke udenlandske moderselskaber, der omfattes af forbuddet mod at give økonomiske bistand til udenlandske moderselskaber jf. ovenfor i teksten samt foran i kap. 8.5. Spørgsmålet er, om de regler, der fastsættes i relation til § 211, stk. 2, også vil være styrende fra andre koncernbestemmelser. Dette er næppe tilfældet.

27. Bemærkningerne til L 170 p. 252.

Der er intet principielt til hinder for, at udenlandske selskaber tillægges samme rettigheder som danske, eller at det i øvrigt tillægges betydning for et dansk selskab, at det indgår som en del af en international koncern. Det må afgøres i relation til hver enkelt bestemmelse, hvilken betydning koncernforholdet skal have.<sup>29</sup> Det er i overensstemmelse med det anførte, at koncernregulerne skal udarbejdes af danske moderselskaber, selv om datterselskabet er udenlandsk, mens et udenlandsk moderselskab med danske datterselskaber ikke omfattes af denne pligt. Medarbejderne i udenlandske datterselskaber har som udgangspunkt ikke repräsentationsret i danske moderselskaber, men generalforsamlingen kan beslutte at give medarbejderne i udenlandske datterselskaber repräsentationsret, jf. SL § 141, stk. 3, og nærmere foran i kap. 10. Medarbejderne i danske datterselskaber har ikke repräsentationsret i udenlandske moderselskaber. Det sidste folger direkte af ordlyden i SL § 141, stk. 1. Reglen om, at medarbejdere i udenlandske datterselskaber ikke har repräsentationsret i danske moderselskaber, er tidligere blevet opfattet som udslag af et almindeligt princip om, at selskabsloven kun finder anvendelse på dansk registrerede selskaber,<sup>30</sup> men bør læses som en særegel, der kun afgør spørgsmålet om selskabsrepräsentation.<sup>31</sup>

28. Når der samtidig skal tages hensyn til EU's etableringsregler, international privatretlige overvejelser og handelsvæsesproblemer, bliver retstillingen ganske kompliceret, uoverskuelig og vanskelig at opnå enighed om. Man når f.eks. ganske forskellige resultater, hvis man antager eller ikke antager, at det følger af EU's etableringsregler, at udenlandske moderselskaber skal tildeles med danske, eller om man på grundlag af en fortolkning af de danske selskabslove kan anerkende, at disse (i visse tilfælde) kan omfatte udenlandske moderselskaber. Norsk aktieselskabsret har valgt at afsløre disse problemer ved udtrykkelig at opregne i loven, hvornår denne gælder i relation til udenlandske selskaber i koncernen, se de norske aktieselskabsloves § 1-4. En tilsvarende afklaring kunne være sket generelt for dansk rets vedkommende i forbindelse med vestageksen af selskabsloven. På et enkelt punkt, nemlig vedrørende løn til kapitalejere, er forholdet afslaret med bemyndigelsesreglen i SL § 211, stk. 2, jf. herom foran i kap. 8.
29. Jf. således Lars Bueck, Ida Rosenberg og Lone Snehoft, Kommentar, 7. udg., 2007, p. 357.
30. Repräsentationsreglene i internationale koncerne tildruger sig stigende opmærksomhed. I en EU-kontekst er det svært at se begründelsen for at undtage medarbejdere i EU-baserede datterselskaber fra at deltage i repräsentationsordninger i nationstaterne. Nogle EU-stater, bl.a. Østrig, har udvidet repräsentationsordningen til udenlandske medarbejdere, se således Susanne Koller i Theodor Baum/Peter Ulmer, Unternehmens-Mittbestimmung der Arbeitnehmer im Recht der EU-Mitgliedsstaaten, 2004, p. 97 f.

I relation til bestemmelsen i SL §§ 196-200 om *eigne kapitalandels omfanget* begrænsningerne efter bemærkningerne til § 201<sup>31</sup> også udenlandske datterselskabers beholdninger af andele i et dansk moderelikab, se herved også foran i kap. 8.4. Efter Erhvervsstyrelsens opfattelse vedrørende de udenlandske moderselskaber omfattes danske datterselskabers erhvervelser af kapitalandele i et udenlandsk moderelikab af selskabslovens § 201. Det er i øvrigt delte meninger i litteraturen. Spørgsmålet kan ikke anses for aklaret.<sup>32</sup>

*Indlæsningsreglen* i SL § 70 gælder til fordel for mere end ni tiendededels kapitalejere, herunder moderselskaber. Indlæsningsretten er ikke begrænset til danske kapitalejere. Omvendt kan danske minoritetsaktionærers krav om indlæsning efter § 73 rettes også mod udenlandske 9/10-delskapitalejere (moderselskaber) i et dansk selskab.<sup>33</sup>

Reglen i SL § 210 om *økonomisk bistand til kapitalejere og ledelsen i selskabet* gælder også lån til udenlandske kapitalejere og ledelsen m.v. i et udenlandsk moderelikab uden for EU/EØS. Undtagelsesbestemmelsen i selskabslovens § 211 gælder vedrørende koncernlån til fordel for danske moderselskaber samt udenlandske moderselskaber i det omfang, Erhvervsstyrelsen bestemmer. Se om koncernlån i det hele foran i kap. 8.5.

Oftest er en koncern bygget op således, at kun datterselskaberne udover erhvervsvirksomhed, mens moderelikabet alene har til opgave at besidde aktier i datterselskabet for at kunne beherske dette. Moderselskaber af denne karakter kaldes traditionelt *holdingselskaber*. Anvendelse af holdingselskaber er blevet meget udbredt i Danmark.<sup>34</sup> Mange moderselskaber, der benævner sig som holdingselskaber har dog ikke (udelukkende) den karakter, som den traditionelle definition angiver. Selskabslovene har ikke særlige bestemmelser om holdingselskaber. Virksomhedsopbygning med holdingselskaber har ofte skattemæssige formål.<sup>35</sup>

31. Bemærkningerne til L 170 p. 322.

32. Lars Bunch og Søren Corfixen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., p. 736, anbefaler, at spørgsmålet aklares ved en kommende revision af selskabsloven. Se herved også Jan Schous Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 445 f., og Schumburg-Müller/Werlauff, Kommentar, 3. udg., 2020, p. 1092.

33. If. således bemærkningerne til lovforslaget : FT 1992-93 tilleg A sp. 1589 samt bemærkning 1229/1992 p. 141 f. Bemærkningerne til § 73 i L 170 p. 185 anfører, at bestemmelserne svarer til den tidligere bestemmelse i aktieselskabslovens § 20 d.

34. Se om anvendelse af holdingselskaber i selskabsretlig betydning Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 280 ff.

35. Det er blevet almindeligt, at personer ejer deres driftselskab gennem et holdingselskab. Forklaringen findes i de skatteretlige regler. Ved at eje et holdingselskab bliver

Selskabsretligt kan formillet med stiftelse af et holdingsselskab være til at etablere eller fastholde en magtposition i selskabet f.eks. i forbindelse med gennemførelse af et generationsskifte, eller formillet kan være at bevare dansk indflydelse. Der kan være tale om organisatoriske grunde, eller holdingsselskabet kan ske som led i rekonstruktioner m.m. f.eks. U 1971.616 H.<sup>34</sup>

### 15.3. Hvorledes konstateres koncerndannelse?

Pligten til at konstatere koncerndannelse påhviler moderselskabets centrale ledelsesorgan, jf. selskabslovens § 134. Et moderselskabs ledelse må også efter de almindelige regler om ledelsens opgaver sørge for, at moderselskabet selv opfylder de pligter, som koncernforholdet indebærer. Med henblik på udarbejdelse af et koncernregnskab er det nødvendigt at kneve diverse økonomiske oplysninger af datterselskabet. Selskabslovens § 133, stk. 3, pålægger et dansk datterselskabs ledelse oplysningspligt over for moderselskabets revisor. Effektuering af dette krav kræver selvsagt, at datterselskabet får at vide, at det er (blevet) datterselskab.

Moderselskabets revisor har et selvstændigt ansvar for, at kravene til årsregnskaberne opfyldes, og revisor må i denne forbindelse også tage stilling til, om der foreligger en koncern, idet dette medfører, at der skal afdelges koncernregnskab, jf. nedenfor.

Erlvervestyrelsen kan principielt tage stilling til, om der foreligger en koncern. Styrelsen kan b.la. tage udgangspunkt i regnskabsoplysninger om de finansielle anlægsaktiver, kapitalandele og tilgodehavender i andre virksomheder, jf. regnskabsseksemplet balansen post III,1 »Kapitalandele, tilknyttede virksomheder«, post III,5 »Andre værdipapirer og kapitalandele«, og den til-

ejeren ikke umiddelbart beskæftes af udbytte til holdingsselskabet. Dette sker først, når ejeren tager penge ud af holdingsselskabet. Derved opnås en skattemulighed.

36. I de senere års rekonstruktionspraksis anvendes således hyppigt den såkaldte *Hafnia-model*. Kernen i denne er, at de samme dele af en nedslidende virksomhed udskilles i et datterselskab. Det oprindelige selskab bliver til et holdingsselskab. Fordelen er, at det nu solide datterselskab kan fortælle driften. Udarbejdet må naturligvis ske således, at kreditorerne stilles lige. Under denne forudsætning er modellen fuldt legium. Se om modellen b.la. Paul Krüger Andersen, Finans/Invest 1992, nr. 7 p. 4, jf. sammen, Studier i dansk koncernret p. 299. Se nærmere om rekonstruktion Ole Borch, Rekonstruktion, 2001, p. 89 f., og Henry Heiberg, Lars Linskronne Petersen og Anders Ørgaard, Rekonstruktionret, 3. udg., 2018, p. 246 f. Rekonstruktioner sker også ved overførsler til selskabsretter. Denne model kaldes af nogle for Fugl Phoenix-modellen. Se herum ovenfor i teksten i punkt 15.4.1.

#### 15.4. Om moderselskabets ledelsesret af koncernen

svarende post III „Værdipapirer og kapitalandelev under omsætningsaktivter, samt på grundlag af selskabets ejerbog, jf. selskabslovens § 50 og følgende, samt den fortægelse, som efter selskabslovens § 55 og kapitalmarkedslovens § 38 skal føres over større kapitalejere, og som optages i noterne til årsrapporten, jf. ARL § 104. Som registreringmyndighed foetager styrelsen dog ikke en systematisk kontrol med henblik på at konstatere koncerndannelsen.

Afmedarbejdere, som har adgang til koncernrepræsentation, har adgang til moderselskabets ejerbog. Dette gælder dog kun medarbejdere i de danske koncernselskaber, jf. SL § 51, stk. 2. SL § 51, stk. 2, henviser til SL § 141, § 141, stk. 3, anfører, at generalforsamlingen kan tillægge medarbejdere i udenlandske datterselskaber repræsentationsret. I så fald har der formentlig legges vægt på, at § 51, stk. 2, generelt henviser til § 141, altså inklusive § 141, stk. 3, frem for begrænsningen til medarbejdere i de danske koncernselskaber. Medarbejderne vil kunne anlægge et anerkendelsesbegærl til konstatering af, at der foreligger en koncern, jf. herved U 1985.965 V.

#### 15.4. Om moderselskabets ledelsesret af koncernen

Moderselskabet kan lede koncernen under hensyntagen til hele koncernens tarv.<sup>37</sup> Deri ligger den erhvervsøkonomiske fordel ved koncerndannelsen, som også selskabslovene forudsætningsvis anerkender. Hverken de tidligere selskabslove eller den nye selskabslov fastslår udtrykkeligt, at moderselskabet har en egentlig ledelsesret, som f.eks. indebærer, at der kan gives ordre direkte til datterselskabers ledelse. En faktisk ledelsesret følger af, at moderselskabet kan udeve sin bestemmende indflydelse som kapitalejer. I integrerede koncerne næjes moderselskaberne imidlertid ikke med at optræde i ejerrollen. Koncernen ledes aktivt gennem en *koncerndirektion*. I mange moderselskaber har direktionen titel af *koncerndirektion*, og der ansættes *koncernchefer* af forskellig slags. Selskabsloven fortæller intet om, hvad en koncerndirektion er, hvilke funktioner den udøver, og hvilke retlige beføjelser den er tillagt. Selskabslovens bestemmelser om ledelsen lader, som om alle selskabers ledelser er autonome og alene varetager det pågældende selskabs interesse. Virkeligheden i integrerede koncerne er en anden. Koncerndirektionen giver ordrer til de underliggende selskaber og kriever på den anden side

37. If. herved også Gomard/Schönburg Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 144 f., og Fritz Hans-Schans-Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2018, p. 688 f., og Fritz Hans-Schans-Christensen/Krenzel, Kapitalselskaber, 5. udg., 2019, p. 823 f. Smh. Werlauff, Selskaburet, 11. udg., 2019, p. 729 f.

de oplysninger fra de enkelte koncernselskaber, der er nødvendige for at lede koncernen. At moderselskabet kan indhente oplysninger fra datterselskaberne, fremgår direkte af selskabslovens § 134.<sup>38</sup> Tilsvarende har moderselskabets revisor som nævnt krav på oplysninger vedrørende datterselskabets forhold, jf. selskabslovens § 133, stk. 3. SL § 133 omfatter alle oplysninger, som er nødvendige for, at revisor kan varetage sin opgave i selskabet. SL § 134 indeholder en bredere oplysningspligt. Bestemmelserne angår (alle) de oplysninger, som er nødvendige for vurderingen af koncernens stilling og resultater af koncernens virksomhed. Under alle omstændigheder er §§ 133 og 134 en undtagelse fra selskabslovens § 132 om ledelsens tavshedspligt og naturligvis også fra de børssretlige regler om forbud mod videregivelse af intern viden i markedsmisbrugsforordningens art. 10. Det er ikke uberejligt at give moderselskabet lovpægtige informationer. § 134 illustrerer, at moderselskaber er andet og mere end hovedaktionærer.

En egentlig ledelsesret er derimod formuleret bl.a. i de tyske koncernregler og indgik i forslaget til et 9. direktiv om materiel koncernret for så vidt angår de såkaldte *aftalekoncerne*,<sup>39</sup> jf. også foran i note 3 om Kommissionens handlingsplaner og om den europæiske selskabsretlige modellov (EMCA).

Modstykket til spørgsmålet om ledelsesret for moderselskabet er spørgsmålet, om moderselskabet har særlige pligter i forhold til datterselskaber. Det foran nævnte studie fra OECD adresserer bl.a. spørgsmålet, om moderselskaber har en tilsynspligt i forhold til koncernselskaberne.<sup>40</sup> Spørgsmålene om moderselskabers ledelsespligt og evt. tilsynspligt er to sider af samme sag. Selskabsloven indeholder i sig selv hverken regler om ledelsesret eller om tilsynspligt. For nærværende draftes spørgsmålet i den juridiske teori.

38. Ophæveise af den tilvarende bestemmelse i Apl. kunne tolkes derhen, at kun revisor, ikke moderselskabet selv, har ret til oplysninger fra datterselskaber. Dette var næppe tilsigtet.
39. De tyske koncernregler om materiel koncernret opererer med en sondring mellem faktiske koncerne og aftalekoncerne. I aftalekoncerne har moderselskabet på den ene side en egentlig ledelsesret af koncernen, på den anden side gælder der en særlig kvalificeret beskyttelse af koncernens kreditorer og minoriteter. I de faktiske koncerne betragtes koncernselskabernes principielt som uafhængige i forhold til hinanden. Selskabsloven indeholder som nævnt imidlertid ikke (endnu) regler, der skelner mellem forskellige koncerttyper. Grundtanken i den tyske sondring er både logisk og sund, men reglerne er komplicerende.
40. Spørgsmålet analyseres også af Karsten Engsgaard Sehested i U 2017B, p. 27 f. Se også Werlauff i U 2012B, p. 203 f. og Gitte Segard i U 2019B, p. 327 f. samt nedenfor i afsnit 15.4.2.

At moderselskabet – som i denne fremstilling – antages at have ledelsesret, betyder ikke, at ledelsesretten faktisk udføres. Hvis moderselskabet ikke blander sig i datterselskabets forhold, og datterselskabet tilledes ageres fuldstændigt selvstændigt, er der efter dansk ret ikke grundlag for at statuere tilsynspligt. I andre tilfælde kan der være et grundlag for at statuere ansvar for moderselskabet. Dette er ikke ensbetydende med, at moderselskabet har en almindelig tilsynspligt i forhold til datterselskaber. I dansk retspraksis har domstolene i en række tilfælde gjort moderselskabet ansvarlig på grundlag af erstatningsretlige regler eller ved identifikation mellem moderselskab og datterselskab, jf. nærmere nedensfor i afsnit 15.4.2. Denne retspraksis er ikke udtryk for en almindelig tilsynspligt. Dommene er konkrete. En almindelig tilsynspligt vil derimod trække et almindeligt ansvar med sig. En sådan ordning vil underminere selve koncernkonstruktionen og kan derfor ikke anbefales.

Moderselskabet begrænses i sin bestemmelsesret af hensyn til datterselskabernes kreditorer (nedensfor punkt 15.3.1), datterselskabets minoritetsaktionærer (punkt 15.3.2) og i et vist omfang også dets arbejdstagere (punkt 15.3.3).

#### 15.4.1. Forholdet til datterselskabets kreditorer

Den praktisk vigtigste konsekvens af koncerndannelsen er umiddelbart de sterlige krav om udarbejdelse af koncernregnskaber m.v. Sammenholdt med de enkelte selskabers regnskaber skal koncernregnskaberne give kreditorerne (og selskabernes øvrige interessegrupper) mulighed for at danne sig et pålideligt overblik over det enkelte koncernselskabs økonomi, dets økonomiske forbindelser med de øvrige koncernselskaber og den samlede koncerns stilling. Kreditorerne kan, kort sagt, få et overblik over den økonomiske enhed, som det enkelte koncernselskab er en del af. Derudover indeholder selskabsloven forskellige materielle begrænsninger i adgangen til at disponere over datterselskabers midler på en sådan måde, at dette vil kunne være til skade for datterselskabets kreditorer. Reglerne i selskabslovens § 201, jf. §§ 196-200, om begrænsningen i moder- og datterselskabers samlede erhvervelse af egne kapitalandele og forbuddet mod datterselskabers tegning af kapitalandele i moderselskabet, jf. selskabslovens § 205, stk. 4, skal både hindre omgåelse af hovedbegrensningen med hensyn til et selskabs erhvervelse af egne kapitalandele og beskytter samtidig datterselskabers kreditorer. Datterselskabers erhvervelse af kapitalandele i moderselskabet, såkaldt cross-holding, er i realitet en kapitalnedsættelse på koncernniveau, som sker uden iagttagelse af reglerne om kapitalnedsettelse.

Reglerne om udbyttebetaling og andre uddelinger i moderselskaber, jf. selskabslovens § 179, stk. 2, hvorefter udbytte m.v. i moderselskabet kun

må udbetales i det omfang, det må anses *forsvarligt* under hensyn til koncernens økonomiske stilling, er udtryk for en balance mellem det udgangspunkt, at udbyttet i det enkelte selskab fastsættes på grundlag af selskabets eget overskud m.v. og en erkendelse af, at moderselskabets overskud (udekommende) kan være betinget af dispositioner inden for koncernen, som placerer overskuddet hos moderselskabet. Interne fortjenester, som skal tilskrives i koncernregnskabet, jf. nedenfor, bør normalt ikke danne basis for udbyttebetaling.<sup>41</sup> men herudover må der eksempelvis også tages hensyn til konstaterede fortjenester opnået af moderselskabet på bekostning af datterselskabet. Hvis datterselskabet temmes for midler i en sådan grad, at datterselskabets kreditorer lidet tab derved, vil de pågældende dispositioner i sig selv være erstatningspligtigende for den ansvarlige ledelse i moder- og datterselskab efter selskabslovens § 361. I SL § 179, stk. 2 – som i øvrigt er identisk med den tidligere regel – understreges det med en henvisning til kravene om forsvarligt kapitalberodskab i §§ 115, stk. 5, og 116, stk. 5, at udøeling ikke må være til skade for selskabet eller dets kreditorer. Via reglen i SL § 194 vil uretmedsigt udbetalt udbytte endvidere kunne kræves tilbage fra kapitalejert i ond tro.

Efter reglerne i selskabslovens § 210 er lin og anden økonomisk bistand til kapitalejert og ledelse efter de seneste lovgændinger tilladt på visse betingelser. Selskabslovens § 211 oprettholder dog en meget væsentlig undtagelse vedrørende datterselskabets lin og sikkerhedsstillelse for et moderselskabets forpligtelser (koncernlin). Koncernlin er tilladte. Lin fra moderselskabet til datterselskaber er ikke omtalt i selskabsloven, men er forudsætningsvis også lovlige. Långivning m.v. inden for koncernforhold er normalt forekommende og altså udtrykkeligt tilladt, umset at netop sådanne arrangementer er forbundet med en særlig risiko for kreditorerne, jf. til illustration f.eks. U 1977.811 Ø og U 1978.653 H. Årsregnskabsloven krever ikke lin til moderselskabet anført særskilt i datterselskabets balance. Årsregnskabslovens § 73 stiller kun krav om angivelse af tilgodehavender hos ledelsen, ikke selskabsdeltagere og dermed heller ikke af de lovlige lin i koncernforhold. De anførte lin skal naturligvis indregnes i årsrapporten, under de relevante poster, se herved nedenfor under 15.4.

Reglen i selskabslovens § 211 indebærer kun, at låneforhold inden for koncerne ikke som sådanne er ulovlige. Reglen tager ikke stilling til vilkårene for eller omstændighederne i forbindelse med lånet i øvrigt. Det antages

41. Sei. herved Lars Borch og Søren Corfman White, Selskabsloven, 3. udg., p. 741, hvis udtalelsen formodlig er for absolut. Forsvarlighetsstandarden sætter ikke bestemte grænser.

ofte i teorien, at ledelsen i det långivende selskab har pligt til at sikre rimelige vilkår, herunder sikkerhed for givne lån, og at undladelse heraf vil være egnet til at pådrage ledelsen erstatningsansvar. Bemærkningerne til selskabslovens § 211 understreger ledelsens ansvar for, at lån kan ydes, hvis det er forsvarligt.<sup>42</sup> I koncermpraksis er det formentlig ganske uvanligt, at der f.eks. stilles særskilt sikkerhed for et koncernlån. De finansielle fordele ved koncерndannelse består bl.a. i, at koncernens likviditet kan anvendes der, hvor den afkommes bedst, og at intern koncernfinansiering (også kaldet cash-pooling) kan have fordele i forhold til en eksternt finansiering.<sup>43</sup> Der foreligger ikke doms-praksis, der tager stilling til, hvilke begrænsninger der gælder vedrørende koncernfinansiering i form af koncernlån. Sml. dog U 1986.513 H, hvor en advokat blev erstatningsansvarlig for at have rådet til et koncernlån, som blev brugt til at dække en anpartshaver påvirkende, men anpartsselskabet uved-kommende gæld samt U 2000.1013 H om bestyrelsesansvar for et usikret lån til et andet koncernselskab. De nævnte domme viser, at koncernlånlagen begrænses af de almindelige krav om forsvarlig formueforvaltning, men siger ikke noget om, hvad der i almindelighed gælder med hensyn til forretning/sikkerhed. Er der ikke risiko for kreditorerne (og ingen minoritetshensyn, jf. nedenfor), er der næppe selskabsretlige begrænsninger med hensyn til lånevilkår eller andre samhandelsvilkår inden for koncernen.<sup>44</sup>

42. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 331.

43. Spørgsmålet har været drøftet i relation til de tilsvarende regler om koncernlån i de andre nordiske love. Om den norske aksjelovs § 8-7 se således *Søren Wig, Skrænker for brug af konsernkonto*, Tidsskrift for forretningssus nr. 2 1995 p. 46 ff. Se også *Jens Steen Jensen* i RR nr. 10/2001 p. 16 og *Ethvervstyrelsens Rapport om lån til udenlandske moderselskaber*, *Søren Vandba Jacobsen* og *Christian Lindskjeld Schmidt* i NTS 2002-4 p. 451 f. og *Niels Bang Sørensen* i NTS 2004-4 p. 444 f. Se også *Lars Bunch* og *Søren Corfixsen Whitt*, *Selskabsloven*, 3. udg., p. 953 ff., hvor der refereres for Ethvervstyrelsens noget skiftende praksis. Styrelsen anser nu cash pool-ordninger for at være lovlige, hvis der er tale om sædvanlige forretningsmessige dispositioner, og selskabets risiko ved at indgå i ordningen forekommer rimelig i forhold til den gevinst, som selskabet samtidig opnår derved. Cash pool-ordninger kan være meget forskellige og må derfor vurderes konkret efter de angivne retningslinjer. Bemærkningerne til SL § 211 bekræfter styrelsens praksis.

44. Jf. herved nærmere *Paul Krüger Andersen*, *Studier i dansk koncernret*, 1997, p. 518, 618, 679, jf. i samme retning *Niels Bang Sørensen* i NTS 2004-4 p. 444 f. og 450 f. Der er derimod betydelige skatteretlige problemer, jf. i det hele de skatteretlige regler om armærlængde og transfer pricing, se herom f.eks. *Aage Michelsen m.fl.*, *Lærebog om indkomstskat*, 18. udg., 2019, p. 1135 f., og *Aage Michelsen m.fl.*, *International skatteret*, 4. udg., 2017, bl.a. p. 482 f. De skatteretlige spørgsmål er bl.a. om et lån-skatteret.

#### 5.4.2. Ansvar, ansvarsgennembrud og identifikation

Datterselskabets forpligtelser er som altovervejende regel moderselskabet vedkommende. De enkelte koncernselskaber skal i det hele behandles hver for sig. Dette følger af, at de enkelte koncernselskaber er selvstændige retssubjekter. Et datterselskabs indskud i et moder(bank-)selskab er ikke omfattet af indskydergarantiordningen, jf. U 2000.499 Ø. Et moderselskab fører heller ikke i strafferetlig henseende for lovovertrædelser, som begås af datterselskabet, jf. herved U 2001.777 H vedrørende overtrædelser af markedsføringsloven.

Det er et omdiskuteret spørgsmål i de senere års selskabsretlige debat, om denne grundsætning om koncernselskabers selvstændighed bør modifiseres i koncernforhold. Det spørgsmål, der navnlig har været diskuteret, er, om moderselskaber kan gøres ansvarlige for datterselskabets forpligtigelser. Der kan anføres vigtige argumenter til forsvar for opretholdelse af de enkelte koncernselskabers selvstændighed (også) i hæftelsemessig henseende, men også for at moderselskaber i et eller andet omfang bør ha hæfte for datterselskabets forpligtelser.

Der er intet umiddelbart begrund i selskabsloven for at gøre undtagelser fra udgangspunktet. Tværtimod siger det udtrykkeligt i selskabslovens § 1, stk. 2, at aktionærerne/anpartshaverne ikke hæfter personligt for selskabets forpligtelser. Der er dog næppe tvivl om, at domstolene i konkrete tilfælde kan mæde moderselskabet bære et ansvar for datterselskabets gæld uden direkte lovhjemmel, jf. i hvert fald forudsætningvis Midtfyns Festival-dommen U 1997.1642 H med kommentarer i U 2000B, p. 399 f. af *Børge Dahl* og *Jørgen Nørgaard*. Dommen er imidlertid omdiskuteret og er heller ikke fulgt op af senere domspraksis, jf. nærmere i det følgende. Moderniseringsbetænkningen anfører, at »den herskende opfattelse (i teorien) er, at der ikke findes danske domme, der direkte kan tages til indsigts for, at der gælder en lovhjemlet adgang til at tilsidesætte selskabets begrænsede hæftelse«,<sup>45</sup> men forudsetter i øvrigt, at der kun i enkelte tilfælde og særegne tilfælde kan statueres ansvarsgennembrud (personlig hæftelse) ved formuesammenblanding.

Udviklingen på området er initieret af den selskabsretlige teori med en vis opbakning fra domstolene. Inspirationen er udenlandsk, navnlig tysk og en-

tagende selskab altså kan også fradrages for den aktuelle og erlagte rente, og om der kan ske korrektion af en for lav rente.

45. Moderniseringsbetænkningen 1498.2008 p. 44-45, jf. p. 574, jf. tilsvarende Jan Schatz Christensen, Kommentar, 2012, p. 814.

gelsk-amerikansk.<sup>46</sup> Opfattelserne om den mest hensigtsmæssige retsudvikling er stærkt divergerende.

Så længe de enkelte koncernselskaber opfører sig som uafhængige selskaber og herunder udarbejder regnskaber, der på retvisende måde viser selskabernes økonomiske situation og indbyrdes forbindelser, er der intet behov for at fravige hæftesesbegrensningen i forhold til almindelige kreditgivere. Kreditgivere kan henvises til at kræve kaution eller anden sikkerhedstillæsse fra moderselskabet eller til at beregne sig den formidla risikopræmie ved rente- eller prisfastsættelse. Problemerne melder sig, når koncernen *ukadtil fremtræder som, eller indadtil fungerer som, en økonomisk enhed*.

Efter gældende ret kan der udskilles nogle tilfælde, hvor retspraksis har anerkendt identifikation eller hæftesesgennembrud – dog uden direkte at anvende begrebet hæftesesgennembrud. Der er kun tale om enkeltsættende tilfælde, som ikke tillader vidtgående generaliseringer.

Den teoretiske diskussion går bl.a. på, hvilket *retsgrundlag* der bør danne grundlag for et ansvar, samt om den eksisterende retspraksis er tilstrækkelig. I sidstnævnte henseende ansøres således hyppigt, at moderselskaber bør påtage sig eller pålægges et ansvar, der modsvarer den indflydelse, som moderselskabet har over den samlede koncern.

Grundreglen om selskabernes retlige selvstændighed hviler på nogle forudsætninger. En af disse er, at selskaberne i forhold til kreditgivere og medkontrahenter i øvrigt klart tilkendegiver, hvilket selskab der gives kredit til eller samhandles med. Denne forudsætning syndes der ofte imod (også) i koncernforhold. I U 1994.243 H havde to selskaber i nogen tid haft forretningsforbindelse. Det ene selskab foretog en omstrukturering, som indebar stiftelse af et holdingselskab med tre underliggende datterselskaber, hvortil driften blev henlagt. Meddelelsen om den ny struktur og de øvrige forhold fandtes ikke tilstrækkeligt klart at have tilkendegivet den skete ændring, hvorfor det oprindelige selskab hæftede. Dommen er ikke et eksempel på (egentligt) hæftesesgennembrud, men på en tilfældegruppe, som kunne betegnes *uklarhed om medkontrahent*. Der er grundlæggende tale om kontraktrelativer synspunkter, som overføres på koncern-

46. En oversigt vedrørende forskellige landes retstilstand findes i den zidre fremstilling Borgström, Koncernrättsliga problem, 1970, p. 157 f., og Marcus Lutter ZGR, Sonderheft 11, 1994, Konzernrecht im Ausland. I tysk ret taler man om »Haftungsdurchgriffe». I Sverige om »Ansvarsgenombrott», jf. allerede Radhe i Festschrift til Jan Hellner, 1984, p. 481 f. og Niels, Associatesrit, 1991, p. 219 f. Se om ansvarsgenombrott i svensk ret senest Erik Norup i NTS 2015:1 p. 21 f. Se her til også foran i kap. 14.1.4 og den der nævnte danske litteratur.

forhold. Se herved U 2007.409 H om et tilfælde, hvor nogle vedligeholdelsesaftaler ifølge ordlyden var indgået med moderselskabet, men af en person, der var ansat i datterselskabet, og som ikke havde fuldmagt til at forpligte moderselskabet. Efter en nærmere vurdering af aftaleforlobet fandt Højesterets flertal, at det var datterselskabet, der var bundet som kontraktspart.

Hvis et moderselskab direkte afgiver erklaeringer, der kan forstås som bindende for datterselskabets forpligtelser, hæfter moderselskabet selvfolgtlig. Moderselskaber afgiver ofte garantier for datterselskaber eller såkaldte »støtteerklæringer« (Letters of Comfort/Letters of Support).<sup>47</sup> Det beror på en konkret fortolkning af disse erklaeringer, om moderselskabet forpligtes jf. herved U 1994.470 H (støtteerklæring var bindende) og U 1998.1289 H (et holdingselskab ville »økonomisk støtte datterselskabet, så datterselskabet kan opfynde forpligtelserne over for den långivende bank«). At moderselskabet tilkendegiver, at datterselskabet er datterselskab og nyder godt af koncernens økonomiske styrke, er ikke at betragte som en indestæelse. Sml. herved U 2009.1512 H (om en aktionærerklæring i årsregnskabet, der ikke fandtes at indeholde en indestæelse) og ligeledes U 2011.2726/2 H (at moderselskab »stod bag« nogle forretninger i datterselskabet ansås ikke som et bindende løfte, jf. U 1998.455 H).

Der kan i moderselskabets adfierd være skabt en sådan forventning om moderselskabets hæftelse, at der kan stilles ret herpå, sml. herved U 1992.69 H. Heller ikke dette forhold betegnes naturligt som hæftelsesgennembrud. Sml. også U 2006.3050 H om en erklaering til en kober af et datterselskab om, at datterselskabet ikke havde skjult gæld. Højesteret fandt ikke, at moderselskabet havde påtaget sig nogle forpligtelser over for datterselskabet.

En, næsten selvfolgelig, forudsætning for, at et koncernselskab kan respekteres som selvstændigt, er, at det lader sig gøre at identificere og adskille de enkelte koncernselskabers formuer. *Erformuerne sammenblendet*, således at dette ikke er muligt, må selskaberne i nødvendigt omfang behandles som en helhed, jf. således U 1980.806 V, hvor medarbejderne i et datterselskab kunne anmeldte deres lønkrav i moderselskabets konkursbo. Retten fandt, at der var et sådant sammenfald mellem de to selskaber, at der var anmeldelsesret. U 1968.766 H (U 1969B, p. 117) anerkendte et datterselskabs selvstændighed, men bestemte, at nogle betalinger, som var sket gennem et datterselskab med beløb, som hidrørte fra moderselskabet, skulle betragtes som beta-

47. Se om støtteerklæringer i det hele Torsen Iversen, Støtteerklæringer, 1994. Domstolen synes i senere praksis at være tilbagetholdende med hensyn til at fortolke støtteerklæringer som bindende erklaeringer, jf. ovenfor i teksten.

Jænger fra moderselskabet selv. U 1971.694 V og U 1983.267 SH anerkendte adgang for et selskab til modregning i forhold til et datterselskab med et krav på moderselskabet. Datterselskabets krav blev betragtet som et reel koncernkrav som sådan tilkommende krav. Dvs. der statueredes identifikation mellem koncernselskaberne i forhold til denne kreditor. Sammenbindingssynspunktet anerkendes også i Midtsyn Festival-dommen, U 1997.1642 H, jf. om dommen nærmere foran i kap. 14.1.4.

De nævnte domme viser, at en formel selskabskonstruktion, som ikke modsvares af en reel driftsmæssig adskillelse eller i øvrigt tjener betydelig sesværdige formål, under særlige omstændigheder kan tilhøres. En sådan identifikation fører til, at en kapitalejer kommer til at (med)hafte for et selskabs forpligtelser, men bør ikke betegnes som et ansvarsgennemtræd og demod som en undtagelse fra princippet om den begrænsede hæftelse. En effektiv håndhævelse af, at der ikke må ske sammenblanding, tjener tvertimod til at legitimere hæftsesbegrensningen.

En selskabsopdeling foretages ofte som led i finansieringsmæssige arrangementer eller som led i rekonstruktionsforsøg. I disse tilfælde fremgår koncerndannelsen som et alternativ til traditionelle former for sikkerhedsstillelse over for bestemte kreditorer. Dette synspunkt fører til, at der må stilles sådanne krav til selskabsopdelingens realitet, som i forhold til kreditorerne kan modsvare de hensyn, som kravet om sikringsakter varetager.<sup>48</sup> At dommene netop vedrører konkurssituationen, er forklarligt. I konkursretten ses i særlig grad på dispositioners reelle karakter og formål frem for den formelle fremtrædelsesform. Dette kommer bl.a. til udtryk i forbindelse med reglene om omstødelse. Interessefællesskabet i koncernen giver sig udslag i en udvidet

48. Jf. herved Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 260 f. og Lars Hedegaard Kristensen, Studier i erhvervsfinansieringenet, 2003, p. 239 ff., jf. også Kjærulff-Hansen i U 1982B, p. 425 f., 427, som, med henvisning til almindelig teori om proformaretsbetingelser vedrørende etablering af koncerne i finansieringsøjemed, opstiller som et krav, at de forbundne selskaber skal være reel adskilte, og etablering skal finde sted med en rimelig driftsmæssig begrundelse, ligesom reelle funktioner skal udføres, jf. herom også Kurt Bülow i RR 1984 p. 290 f., Kaj Egon Hansen i RR 1984 p. 437 f. samt Niels Jul Clausen i U 1987B, p. 82. Se også Erik Werlauff i RR 1986 p. 43 f. samt Mogens Munch i U 1983B, p. 152 f. og de der nævnte konkurstige domme bl.a. U 1967.48 H, U 1977.526 H, U 1978.880 H, U 1982.689 V og U 1986.697 V.

omstødelsesudgang. Koncern forbundne selskaber er nærsidende i henhold til konkurslovens § 2.<sup>49</sup>

Et ansvar for moderselskabet kan efter omstændighederne stilles på de almindelige erstatningsregler i SL § 362, jf. også foran i kap. 14. Har et datterselskab eksempelvis produceret uden at tagtage miljoregler m.v., og er dette sket efter ordre fra moderselskabet, kan et erstatningskrav givelvis (og altså) rejses mod dette.

Hvis moderselskabet udover den faktiske ledelse af datterselskabet, kan ansvarlig bedømmes efter den almindelige selskabsretlige culporegel i selskabslovens § 361, jf. foran i kap. 14. Fysiske personer, der optræder som faktiske ledere af et selskab, antages i nyere teori at være ansvarlige efter reglerne om ledelsesansvar, dvs. efter en almindelig culpastandard, og det samme må antages at gælde for modersekskaber.

Ved Satair-dommen, U 1997.364 H, blev det fastslået, at et moderselskab, der udover fuld kontrol over datterselskaber, kan blive ansvarlig for uoversvarlige forhold (selskabstamning) i datterselskabet efter dansk rets almindelige erstatningsregel (culpareglen). Satair-dommen og de efterfølgende selskabstamningsager mod selgerne viser, at moderselskabet (og andre kontrollerende aktionærer) har et ansvar over for datterselskabers kreditorer ud over det selskabsretlige ledelsesansvar.

Princippet om, at ejerne af et selskab har et ansvar over for selskabets kreditorer, er en blivende høre, der kan udfrages af selskabstamningsagerne. Efter sit indhold ligger det tæt op ad den engelske regel om *wrongful trading* citeret ovenfor i note 48. Det er et princip, som bl.a. kan bruges, hvis koncernfiguren anvendes til at overføre selskabets midler til andre koncernselskaber under sådanne omstændigheder, at det kan forudsæs, at det er til skade for kreditorene. Der foreligger en nække domme om sådanne situationer, se foran i kap. 14.1.3.4. De nævnte domme handler om ledelsesansvar, men der er ingen tvivl om, at også et moderselskab, som har tilrettelagt eller medvirket til en sådan transaktion, vil være erstatningsansvarlig.

Erstatningsregler er naturlig egnet til at rumme visse enkeltsidende forhold, hvor moderselskabets handlinger kan betragtes som culpase, og hvor de øvrige erstatningsbetingelser i svrigt kan anses opfyldt. Se således Højesterets dom i U 2018.1487 H, hvor et moderselskab hæftede for ubetalte sagsomkostninger til datterselskabets modpart i en retssag. På samme måde kan konkurslovens omstødelsesregler som nævnt benyttes til at tilside sætte konkrete

49. Se bl. berved Niels Jul Clausen i U 1971TB, p. 417 om det selskabsretlige og det konkursretlige koncernbegreb, jf. om omstødelse i forbindelse med finansieringsarrangementer Lars Hedegaard Kristensen a.o. p. 259 f.

dispositioner af den utilbørlige karakter, som de enkelte omstændelsesregler angiver. Hverken erstatningsregler eller omstændelsesregler er imidlertid egnete til at løse det egentlige koncernretlige dilemma. Det er hverken culpa vel- eller utilbørligt, at koncerner opfører sig som koncerner. I integrerede koncerner er der ikke tale om, at der foretages nogle få enkeltsidende transaktioner, som kan vurderes isoleret. Der foretages mange, måske tusindvis, transaktioner som led i koncernens samlede aktivitet. I sidste ende har moderselskabet profitteret af den samlede aktivitet, uden at der nødvendigvis kan peges på bestemte transaktioner, som kan karakteriseres som utilbørlige kapitaloverførelser eller lignende. Filosofien bag den tyske opdeling i faktiske koncerner og aftalekoncerner er netop, at der må sondres mellem koncerner, hvor moderselskabet nøjes med rollen som aktionær (de faktiske koncerner), og de integrerede koncerner (aftalekoncerner). De sidstnævnte kan drives som en økonomisk enhed, men betalingen er et vist ansvar i forhold til koncernens kreditorer. I gældende dansk ret er der som nævnt ikke hjemmel til et så vidtgående ansvar for moderselskabet i integrerede koncerner. Mest vidtgående har *Werlauff*<sup>50</sup> argumenteret for ansvarsgennembrud, således hvis der foreligger kvalificerede former for underkapitalisering af datterselskaber, hvis datterselskabet har fungeret som en ren filial af moderselskabet, og hvis der foreligger *formuesammenblanding*. Størst enighed er der formentlig om tilfældegruppernes sammenblanding (identifikation) og uklarhed om medkontrahent, jf. ovenfor. Disse tilfældegrupper er imidlertid ikke tegne eksempler på ansvarsgennembrud. Man kan ikke sige, at *Werlauffs* standpunkter vedrørende filiateoriene og underkapitalisering er slet igennem i retspraksis, og de har også modstand i teorien.<sup>51</sup>

50. I disputatseten *Selskabsmasken*, 1991, og senere fremstilinger. Se senest *Verlagsanalyse* »Medhæftende majoritetsejers i U 2012B, p. 139 f. Artiklen analyserer de forskellige grundlag, på hvilke en majoritetsejer, herunder et moderselskab, kan komme til at læste.

51. SMedes/Gomard/Schaumburg Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 195 f. jf. samme, Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerne p. 10. I samme retning Friis Hansen og Krenchei, Dansk selskabsret 1, 5. udg., 2017, p. 151 f. Jf. om diskussionen i det hele Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncerne, 1997, p. 577 ff., 620 ff. og Christian Schwarz-Hansen i NTS 2001:4 p. 433 f. »Fordele og ulemper ved et hæftelsesgennembrudsinstitut i dansk koncerne». I svensk ret har betænkningen SOU 2001:1, Ny aktiebolagslag, afvist en generel regel om ansvarsgeombud, se betænkningen p. 279 f. H. nu også Moderniseringsbetænkningen 1498.2008 citeres foran. Se om ansvarsgeombud i svensk retspraksis senest Erik Nerup i NTS 2015:1 p. 21 f.

Den omfattende debat i de senere års litteratur viser, at der er reelle problemer med at finde en balance mellem hensynet til at drage nytte af koncernkonstruktionen og hensynet til koncernkreditorene. Man viger uden om en række reelle problemer, hvis man uden videre vil karakterisere den nuværende retstilstand som tilfredsstillende. Der er en række uløste problemer, som enten må løses via lovgivning, eller ved at der udvikles en mere omfattende domspraksis, som lader sig bearbejde til et rimeligt konsistent monster. Begge metoder er forsøgt i udlandet. Den første i Tyskland, den sidste i England-USA. Ingen af stederne med ubetinget held. Moderniseringsbetænkningen har kun de foran citerede korte bemærkninger om problemstillingen.

Grundlæggende står to hovedhensyna over for hinanden. På den ene side er det af afgørende betydning at fastholde hæftelsesbegrensningen i aktie- og anpartsselskaber. Hæftelsesbegrensningen er disse selskabsformers adelsmærke. Det er hæftelsesbegrensningen, der har sikret aktieselskabsformens nationale og internationale erhvervsmæssige dominans. På den anden side er det en udbredt holdning, at der bør være en sammenhæng mellem moderselskabets magt og ansvar. Med forskellige formuleringer gives der ofte udtryk for modvilje mod, at moderselskaber kan drage fuld nytte af koncernforbindelsen uden samtidig at påtage sig ansvar for datterselskabets forhold. Det kan fremdrages eksempler, hvor det for de fleste vil virke stødende, at datterselskaber lades i stikken og går konkurs, mens moderselskabet lever videre i bedste velgående.

En balance mellem de to hensyn kan opnås ad flere veje. Efter min vurdering kan man efter gældende ret nå langt, såfremt der i domspraksis lægges vægt på de regler i selskabsloven, der angår forpligtelsen til at lede selskabet forsvarligt.<sup>52</sup> Disse pligter kan uden vanskeligheder overføres på moderselskaber, der udsæver aktiv koncernledelse. En afgørende fordel ved at anvende en *ansvarsmodel* frem for regler om ansvarsgennembrud er, at ansvarsmodellen ikke anfægter principippet om begrænset hæftelse.

52. I samme retning går forslaget fra *Forum Europeum* og den europeiske modellov (EMCA) omtalt foran i note 3. Forslaget tager udgangspunkt i de engelske regler om *Wrongful trading* og *shadow directors*. Section 214 i the Insolvency Act fastsætter, at selskabets ledelse, herunder *shadow directors*, kan blive erstatningsansvarlige i forhold til kreditorerne. Reglerne er derimod ikke en undtagelse fra hæftelsesbegrensningen. Se om reglen nærmere *Gower and Davies' principles of Modern Company Law*, Ninth ed., 2012, p. 230 f.

### 15.4.3. Forholdet til minoritetsaktionærer i datterselskabet

Ei meget stort antal datterselskaber er 100 % ejede af moderselskabet. Dette gælder således typisk datterselskaber, som moderselskabet selv stifter som led i virksomhedens vækst eller i forbindelse med organisatoriske ændringer i virksomheden. Mange selskaber har som politik kun at have helejede datterselskaber. I 100 %-koncerne forekommer – pr. definition – ikke minoritetsproblemer. Et typisk eksempel på, at der forekommer minoriteter, er koncerne, der dannes i forbindelse med virksomhedsovertagelser (majoritetsoverdragelser).

Hvor datterselskabet ikke er helejet, begrænser beskyttet til minoriteten i datterselskabet moderselskabets dispositionsfrihed. Selskabsloven har ikke særlige regler om koncernminoritetters stilling. Grensene for moderselskabets bestemmelsesret må fastlægges ud fra selskabslovens almindelige minoritetsbeskyttelsesregler, dvs. især §§ 107 og 108 med de derud knyttede bestemmelser om erstatning samt om indlesning og tvungen overdragelse i § 362, stk. 2 og 3, samt om tvangsoplosning i § 230.

Grundtanken i de almindelige minoritetsregler udtrykker en pligt til at træffe bestemmelser, som varetager selskabets interesser, eller med ordene i § 108 ikke at træffe beslutninger, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapital ejere eller andre en utilberig fordel på andre kapital ejere eller kapitalselskabets bekostning. Det er ikke ganske klart, hvorledes dette princip skal håndhæves i koncerne. Det er ofte vanskeligt på en gang at hævde, at moderselskabet varetager *hvert enkelt* datterselskabs interesse og samtidig hele koncernens (i praksis moderselskabets) interesse. Selskabsloven giver ikke nogen materiel løsning på denne konflikt.

Fra ældre praksis – før der fandtes koncernbestemmelser i selskabslovene – kan navnlig nævnes dommen i U 1931.274 H (TFR 1931 p. 44). Højesteret tilskidesatte her en beslutning på en generalforsamling i det danske selskab Fono Films, som var truffet med det formål at frigøre et engelsk filmudlejnings selskab fra kontraktlige forpligtelser om udnyttelse af Fonos opfindelse til fremstilling af talefilm. Beslutningen ansås ikke at være sket i Fonos interesse. Se også U 1921.250 H om likvidation og efterfølgende overførelse af aktiver og passiver til et andet selskab, hvor beslutningen herom dog ikke blev tilskidesat, da aktionærerne fik fuld dækning for aktiernes virkelige værdi. Dommen minder om de engelsk-amerikanske regler om beskyttelse af sel-

skabets corporate opportunister, jf. således den engelske Companies Act Sec. 175 (2).<sup>53</sup>

Som almindeligt forekommende problemstillinger, hvor modsætningsforhold mellem moderselskabets (koncernens) og minoritetsinteresser gør sig gældende, kan nævnes faststillelse af samhandelsbetingelser, betingelser vedrørende lånearrangementer eller andre kontraktforhold mellem selskaberne, konsoliderings- og udbytnepolitik i datterselskabet og produktions- og udviklingsplanlægning vedrørende de enkelte selskaber. Minoritetsreglerne rammer ikke enhver beslutning, som tages ud fra et overordnet hensyn til koncernen, og som går imod minoritetens interesse. Begrensningen ligger i generalklausulens ord *åbentbort egnede* og *utilbortlig fordele*, jf. ovenfor i kapitel 12. Det kunne være fristende at sige, at der i forholdet mellem koncernselskaber måttagtes det såkaldte *arms-lengthprincip*, som bl.a. kendes fra skattereglerne vedrørende koncerne.<sup>54</sup> Selskabsloven har imidlertid ikke indført kontrol- og dokumentationsregler vedrørende samhandel og samhandelsbetingelser, bortset fra reglerne i § 127, stk. 2, om aftaler mellem enkapsulatjær og selskab, som skal kunne dokumenteres, medmindre der er tale om aftaler på sædvanlige vilkår som led i løbende mellemværender. I forhold til minoritetsproblemene i koncerne er reglen i § 127 imidlertid ikke relevante, da den jo netop kun gælder, når der ikke er en minoritet.

De nye regler i SL § 139 d om godkendelse og offentliggørelse af væsentlige transaktioner mellem et børsnoteret selskab og dets nærmiljøende parter sigter generelt mod at gøre sådanne aftaler transparente, jf. herved om reglerne foran i kap. 12.4. Efter § 139 d, stk. 5, finder reglerne dog ikke anvendelse på transaktioner mellem aktieselskabet og dets dattervirksomheder, medmindre aktieselskabets nærmiljøende parter har interesse i dattervirksomheden. I lidstrenede situationer er der en klar interessekonflikt mellem moderselskabet og en (anden) minoritet i dattervirksomheden. En undtagelse fra undtagelsen gælder, hvis der er tale om store transaktioner, dvs. større end 10 pct. af de samlede aktiver eller mere end 25 pct. af resultatet af primær drift, jf. § 139, stk. 2. Sådanne transaktioner skal offentliggøres, men ikke godkendes efter § 139 d, stk. 1.

5. Se om corporate opportunities i et koncernerligt perspektiv, Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 522 ff. Se om amerikansk ret f.eks. Gevirtz, Corporation Law, 2021, p. 386 f.
6. Jf. herved Aage Michelsen m.fl., Lænbog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 982 f., 947 f., om LL § 2, samt i det hele Jens Wittenkorf, *Arms-lengthprincippet i dansk og international skatteret*, 2009.

Et sædvanligt armstøngsstedpunkt er næppe holdbart hvilken teoriisk eller i praksis. Det er hverken hensigtsmæssigt eller realigt at give enkeltdispositioner op ud fra formodede armstøngsdevilkår. Dette ville også kræve et omfattende kontrolsystem i lighed med, hvad der kendes inden for skatetten vedvarende internationale koncerne.

I forhold til den praksis, som i andre tilfælde findes om majoritetmisbrug, må det formentlig gælde, at eksistensen af koncernforholdet konkret kan gøre en tilsidesættelse af minoritetsinteresser acceptabel, når det sker ud fra hensyn til helheden. Et synspunkt, som hyppigt anførs, er, at koncernforhold modifierer både fordele og ulemper for de enkelte selskaber. Datterselskaber, som tilknyttes en koncern, får f.eks. fordele af moderselskabets kontaktnet, af moderselskabets kommercielle eller tekniske knowhow. Det er klart, at hvis man skal vurdere, om der overhovedet foreligger minoritetmisbrug, må der tages hensyn til nettovirkningen af koncernforholdet. Fordele og ulemper må udligges.<sup>55</sup> En minoritetskrænkelse kan under alle omstændigheder først foreligger, hvis nettoresultatet er negativt for datterselskabet. Der foreligger ikke dansk domspraksis, der er egnet til at belyse mere præcist, hvilke metoder, m. t. stokke eller tidshorisont der skal legges til grund ved opgørelsen af koncernforholdets nettovirkning. Da vurderingen i dansk ret skal ske på grundlag af (navnlig) generalklausulen i selskabslovens § 108, skal der være overskredet en vis tierskelværdi, før man kan tale om, at grænsen «åbenbart egnet» og «utilberlig fordel» er overskredet.

Et moderselskab vil ofte have en egeninteresse i, at også minoriteten i et datterselskab er tilfreds.

Et moderselskab, der f.eks. lader sit datterselskab børsmønstre, vil blive straffet på børsværdien af selskabets beholdning af aktier i datterselskabet, hvis minoritetsaktionærerne og de udenforstående investorer ikke mener, at

55. Jf. i øvrigt nærmere Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernewet, 1997, p. 540 f. Sml. SH 2015.P-52 af 7. december 2015 om pantsættning til fordel for et sesterselskab, som So- og Handelsretten fandt ikke var i et konkursant selskabs interesse og derfor tilstadesatte efter SL § 127, stk. 1. Forslaget til et nyt koncerndirektiv fra Forum Europeum Konsernenrecht vil benytte et sådant udligningsprincip, efter en fransk dom betegnet som »Rosenblums-konceptet». I denne relation kan man således sige, at dansk koncerntut allerede er i samklang med en kommende europæisk koncernregulering, jf. herved Paul Krüger Andersen i ZGR 1/2002 p. 96 f. Se om Rosenblum-doktrinen Liv Stolen i NTS 2004:4 p. 402 f. og Paul Krüger Andersen i NTS 2006:4 p. 87 f. For anvendelse af Rosenblum-doktrinen også Jan Schou Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 689 f. Rosenblum-konceptet legges også til grund i den europæiske selskabsretlige modellov (EMCA) kap. 15 om koncerne og er i øvrigt anerkendt i en række europæiske lande.

datterselskabets interesser bliver varerlagt i tilstrækkeligt omfang. Minorietsaktionærerne vil være tilhøjelige til at sælge deres aktier, og andre investorer vil savne motivation til at købe. Børsmarkeringen vil være egnet til at modvirke misbrug fra modersekskabets side. I andre tilfælde kan minoriteten have vanskelige vilkår. Dette gælder i særlig grad i selskaber med få aktionærer (lukkede selskaber), hvor der ikke er et marked for selskabets aktier eller anparter.

En erkendelse af, at der kan opstå et latent modsætningsforhold mellem modersekskab og koncerminoritet, ligger bag bestemmelserne i selskabslovens §§ 70 og følgende om indløsningsret og -pligt for modersekskabet af minoritetsaktionærer i datterselskabet: Indløsningsreglerne gjaldt oprindeligt kun i koncernforhold, men omfatter nu alle tilfælde, hvor en majoritetsejer har mere end en ni tiendedel andel af selskabet.

Såfremt modersekskabet (eller en anden kapitalejer) ejer mere end ni tiendedele af aktierne eller anparterne i et datterselskab og har en tilsvarende del af stemmerne, kan modersekskabet (den pågældende kapitalejer) bestemme, at de øvrige aktionærer eller anpartshavere i datterselskabet skal lade deres aktier indløse af modersekskabet, jf. selskabslovens § 70.<sup>56</sup>

Når betingelsen for indløsning er mere end ni tiendededes dominans, hænger dette sammen med, at minoriteter mindre end en tiendedel i særlig grad savner beskyttelse, idet de ikke kan udnytte de særlige minoritetsbefojelejer, der er tillagt en tiendedel af kapitalen, jf. ovenfor i kap. 12.

Denne indløsningsadgang er ikke som efter bestemmelserne i selskabslovens § 362, stk. 2 og 3, om indløsning og tvungen overdragelse betinget af majoritetsmisbrug, men kan anvendes, når som helst modersekskabet henholdsvis minoritetsejerne anses det for hensigtsmæssigt. Set fra modersekskabets side giver indløsningsmuligheden efter SL § 70 adgang til at befri sig for en utilfreds og mæske besværlig minoritet,<sup>57</sup> mens adgangen til at kneve indløsning eller tvungen overdragelse fra minoritetens efter reglerne i SL § 362, stk. 2 og 3, side både kan virke preventivt, således at rimelige hensyn tages til minoritetens interesser, og med deres karakter af misbrugsregler sikrer værdien af minoritetens interesser i selskabet. Bestemmelserne i §§ 70 og følgende kan derimod anvendes inden for det store grå område, hvor minori-

56. Jf. herved om indløsningsreglen i den tidligere § 20 b også Nørsgaard og Werlauff i U 1987B, p. 377 f. Se om indløsning efter § 20 b henholdsvis § 79, stk. 2, nr. 3, TDC-dommen U 2007.2546 Ø og nærmere form i kap. 12.3.2.

57. Jf. herved Borgstrøm, Koncernrettslige problemer, 1970, p. 184 f., og Paul Krüger Andersen, Studier i dansk koncernret, 1997, p. 546 f. og 549.

retten føler, at deres interesser sættes til side af hensyn til koncerninteresser, uden at der med sikkerhed kan statueres (og bevise) moderselskabsretten.

§ 70 og følgende indeholder nærmere regler om frøgångsprisen ved udnyttelsen af indløsningsretten. Af særlig betydning er, at indløsningsprisen i mangel af enighed fastsættes af selskabet efter reglen i § 67, stk. 3, dvs. til kapitalandelenes værdi. Domme i U 1977.61 H. U 1985.875 SH og U 2002.1412 H godkendte, at indløsningsprisen blev fastsat således, at den svarede til borskursen. Det er dog bemærkningsværdigt, at der kan tankes omstændigheder, hvor borskursen ikke er anvendelig. Det må i så fald tages den reservation, at børsmarkedet er (nogenhvide) effektivt i økonomisk forstand, dvs. at kursten på de enkelte værdipapirer afspejler de økonomiske forhold hos udstederne, jf. herved også den svenske ABL 22 kap., 2 §, hvorefter indløsningsbeløbet for aktier, der handles på et regulert marked, skal være »det noterade værdet, om ikke akskiolda skal motover nægot annat«.<sup>38</sup> I U 2013.1730 H udtales Hajesteret, at »indløsning ved tvangsløsning af minoritetsaktier efter aktieselskabslovens regler (den dagældende AL § 20 d, svarende til SL § 70) skal fastsættes ud fra minoritetsaktierne handelsværdi. Som grundlag for vurdering af handel kan måske eventuelle oplysninger om opnåede kurser ved handel i en periode op til tvangsløsningen, herunder borskurser under forudsætning af, at det må antages, at handlerne er indgået mellem uafhængige parter og ikke er påvirket af forhold, der er særegne for den pågældende handel, herunder størrelsen af de enkelte handlede aktieposters. Hajesterets udtaelse fremstår som generel. Det er ikke, som det ofte ses, et forbehold, der udtrykkes med ordene »i tilsvarende sag« eller lignende.

I relation til § 70 må det således efter dommen gælde, at vurderingen skal tage hensyn til aktiernes karakter af minoritetsaktier,<sup>39</sup> hvilket ofte ved

38. Jf. herved om norsk ret *Rudi M Christensen* i NTS 2002:3 p. 298 f. »Krav til et fungerende marked ved tvangsløsning af aksjær. Et principielt modsat standpunkt, nemlig at borskursen (kun) er et korrektiv til selskabets underliggende værdier, er udtrykt i Norway-Seafoods-dommen i Rt 2003.713. Se herom *Filip Trygvær* i NTS 2003:3 p. 343 f. og *samme* i NTS 2008:1 p. 62 om Norway Seafoods-dommen og den senere *Flesbeig*-dom Rt 2007.1392. Se om dansk ret *Martin Christian Jensen*, NTS 2008:1 p. 93 f. »Hvad er aktiernes værdi?« og *samme* i *Mette Neville og Karsten Engvig Sørensen* (red.), *Selskabret*, aktuelle emner 2013, p. 361 f.
39. Smh: herved *Borom* i U 1966B, p. 101 f. og vedrørende svensk ret *Anderzon/Johansson/Skog*, Del II, 14:57 f. om den tilsvarende regel i den gamle ABL 14 kap., 31 §, nu ABL 2005 22 kap., 2 §. Jf. også *Nerep/Samuelsson*, *Aktiebolagslagen*, Del 2, p. 460 f. Se om indløsningspraksis efter den tidligere finske aktieselskabslov *Matti J. Sillanpää* i NTS 2002:1 p. 33. Se om den finske ABL 18 kap., 7 §, hvorefter indløsningsprisen i

et frivilligt salg ville betinge en lavere kurs. Se herved straks nedenfor om selskabslovens § 71, stk. 1. 1 ikke-noterede selskaber må der foretages en vurdering af selskabets værdi efter anerkendte metoder for værdiansættelse af virksomheder.<sup>60</sup>

Modereselskabet skal efter reglerne i § 70 tilbyde at indløse samtlige kapitalandele i datterselskabet. Det kan ikke vælge kun at indløse enkelte kapitalejere eller en enkelt kapitaløjerkasse. Derimod kan hver enkelt af datterselskabets minoritetsejere efter § 73 forde sig indløst uafhængig af, hvorledes de øvrige stiller sig. Den indløsningskurs, der evt. fastsættes af skansmand, har efter § 73 kun virkning for den eller de kapitalejere, som den umiddelbart vedrører, ikke som efter § 70, stk. 3, 1. pkt., automatisk også for de øvrige.

Indløsningsreglerne i SL §§ 70-72 er materielt uændrede efter evalueringen af selskabsloven i 2013, men reglerne er strukket lidt med hensyn til, hvornår en minoritetsejer mister status som kapitalejere, se nærmere i bestemmelserne. Derudover er det klargjort, hvilken betydning det har, om en erhvervelse er sket på grundlag af et frivilligt tilbud eller et pligtmæssigt tilbud, jf. SL § 70, stk. 2 og 4, og nedenfor i kap. 16.8.

Efter SL § 362, stk. 2, kan kapitalejere i visse tilfælde i forbindelse med en erstatningssag dommes til at indløse en minoritetsaktionær. Denne regel kan også bruges af en minoritetsaktionær i et datterselskab. Man kunne endda mene, at koncernrelationen måtte være et af de mest oplagte tilfælde, hvor indløsningsbetingelserne måtte være opfyldt. Reglen har dog ikke hidtil fået praktisk anvendelse. Dette hænger formentlig sammen med, at indløsningsreglen er knyttet sammen med, at der gennemføres en erstatningssag. Som nævnt form i kap. 14 har reglen i § 362 om ansvar for kapitalejere praktisk taget ikke fundet anvendelse i praksis – indløsningsreglen fulgtlig heller ikke. Set i et koncernperspektiv er det ikke heldigt at knytte en indløsningsregel så tæt til erstatningsreglen. Koncerminoriteteters reelle problem er ofte, at de kan komme i klemme, uden at dette kan karakteriseres som et misbrug.<sup>61</sup>

*Årlige prisen* »skal bestemmes enligt dess gengse pris føre indledandet av skifteförfaranden. Årligeiserne har i Finland været offentligt tilgængelige siden 1997.

- Se for en oversigt over forskellige metoder f.eks. Per Vestergaard Andersen, Corporate Finance, 2004, jf. også Martin Christian Jensen o.s.t.

Opstår der uenighed omkring værdiansættelsen, fastlægges værdien af en af retten udpeget skansmand, jf. SL § 67, stk. 3. Mindretalsaktionærerne skal have samme adgang som tvangsinlöseren til at komme med bemærkninger til skansmanden forud for skansmandens afgørelse, jf. eksempelvis U 2018.3326 V.

Generelle regler om indløsning og udelukkelse af aktionærer er som nævnt ovenfor i teksten indført i den norske aksjejovs §§ 4-24 og 4-25 med henblik på at løse minoritetsproblemet i lukkede selskaber. Allmenaaksjejova har ikke tilsvarende regler. Det

Moderniseringsudvalget havde, som nævnt foran i kap. 14, en rekke overvejelser om konfliktløsning,<sup>62</sup> herunder om der skulle indføres generelle regler om indlæsning/udlæsning af kapital ejere. Hertil - og loven - valgte at fastholde sammenhængen med ersatningsreglen og udførde altså en ny regel i § 362, stk. 3, hvorefter en skadevoidende kapital ejer også kan tilpligtes at sælge sine kapitalandele til de øvrige kapital ejere eller selskabet. Det ses endnu ikke at foreligge domspraksis om denne bestemmelse.

SL §§ 70 ff. vedrører kun forholdene, når en koncern er etableret. Kapitalmarkedslovens § 45 indeholder en beskyttelsestilbud, som viser i forbindelse med koncernetablering (og alle andre tilfælde, hvor en majoritet overtages). Når en majoritet i et børsnoteret selskab overtages, etableres en koncern, såfremt overtageren er et aktie- eller anpartsselskab. I denne forstand kan § 45 ses som en koncernregel. Overtagelsen medfører en pligt til at give de resterende aktionærer et overtagelsestilbud til samme pris, som er givet for majoritetsposten. Mindretallet kan vælge mellem en vurdering efter reglerne i § 70 om skønsmandsvurdering – hvis mindretallet ønsker, at dette vil være fordelagtigt – eller efter kapitalmarkedslovens regel, jf. SL § 71. Minoritetsposten får således i denne situation samme værdi som majoritetsposten, smh. herved Højesterets udtalelse i U 2013-1730 H refereret ovenfor. Minoriteten kan frit vælge, om den vil blive som datterselskabminoritet, eller om den vil indløses. Reglerne om overtagelsestilbud omtales nærmere nedenfor i kap. 16.8 om majoritetsoverdragelser.

Kapitalmarkedslovens § 45 omhandler kun overtagelse af majoritet i selskaber, der handles på et reguleret marked. Uden lovliggørelse kan der ikke statueres indlæsningspligt ved majoritetsovertagelser i almindelige aktieselskaber eller anpartsselskaber, selv om behovet herfor i øvrigt ofte er lige så stort eller større. (I offentligt handede selskaber er der altid et marked for aktierne, modsat i lukkede selskaber).

Udvidelse af indløsningsadgangen for minoriteter er en af de metoder, som kan benyttes til at opnå en bedre beskyttelse af koncernminoriteter. Selskabsloven må imidlertid antages at have gjort op med spørgsmålet om ind-

62. Sidstnævnte hænger sammen med, at aktier i ASE'er forudsættes at være med likvide. Det generelle vilkår for, at en aktionær kan have indlæsning, er, at tungtvejende grunniere tilsiger dette. Tungtvejende grunde kan være misbrug fra majoritetens side, men kan også være et varigt og alvorligt modsetningsforhold mellem aktionærerne. Den norske regel er således ikke knyttet til, at der rejses en ersatningsag. De norske regler forekommer derfor bedre egnet til at løse aktionærkonflikter end reglen i SL § 362. Se om de norske regler Tore Bråthen i NTS 1999:4 p. 86 f.

62. Jf. herved Moderniseringsbetænkningen nr. 1498:2008 p. 558 ff.

løsning, således at der ikke kan kræves indløsning i videre omfang end man vet i loven.

Indtil anpartsselskabsloven af 1996 var der i AL regler svarende til AL § 55 20 b-d. Disse blev imidlertid ophevet. Det samme gjaldt den til AL § 142 svarende indløsningsregel. Ophævelsen af indløsningsreglerne i anpartsselskabsloven gav mulighed for, at indløsningspligt kunne styrkes på et mere retsgrundlag, jf. også foran i kap. 14.1.4. I relation til koncernproblematikken kunne ophævelsen af anpartsselskabslovens indløsningsregler åbne for en retspraksis, hvor indløsning bruges til at udligne usorligelige modstæninger mellem et moderselskab og minoriteten i et (anparts-)datterselskab. Denne mulighed er nu udelukket som følge af, at selskabsloven også i denne henseende sidestiller aktie- og anpartsselskaber.

#### 15.4.4. Forholdet til koncernens arbejdstagere

Selskabslovens § 140 og fulgende giver arbejdstagtere i koncerner ret til repræsentation såvel i de enkelte koncernselskabers bestyrelse/tilsynsråd som i moderselskabernes bestyrelser/tilsynsråd, jf. nærmere om repræsentationsreglerne foran i kap. 10. Koncernrepræsentanterne virker, som medarbejderrepræsentanterne i øvrigt, på samme vilkår som den øvrige bestyrelse/tilsynsråd. Baggrunden for repræsentationen i moderselskabet er det faktum, at den reelle ledelse af koncernen udeves herfra, undertiden i en sådan grad, at ledelsen i datterselskabet slet ikke fungerer, eller kun fungerer som formelt organ til gennemførelse af moderselskabets beslutninger. Selskabslovenes kompetencenormer vedrørende ledelsen (i datterselskabet) sikrer ikke nødvendigvis bestyrelsen reel magt i selskabet. For de ansatte i datterselskabet betyder dette, at den indsigt og indflydelse, de får ved stede i datterselskabets bestyrelse/tilsynsråd, kan være ringe. For dem vil det være naturligt – og for så vidt helt i overensstemmelse med selskabsloven – så vidt muligt at sikre datterselskabets interesser, så langt indflydelsen rækker. Koncernrepræsentanterne i moderselskabets bestyrelse/tilsynsråd kommer ofte fra et andet selskab end moderselskabet, og repræsentanterne i de enkelte datterselskabers bestyrelser kommer naturligvis fra disse selskaber. Medarbejdernes interesse og loyalitet er naturligt bundet til det selskab, hvori de er ansat. For moderselskabet vil medarbejderrepræsentanterne deraf kunne udgøre en hindring for en overordnet ledelse og udvikling i det omfang, medarbejdernes indflydelse gør sig gældende. Ved en, senere ophevet, bestemmelse i AL § 55 a forsøgte loven at sikre datterselskabernes bestyrelse udvidet information om forhold, der har interesse for koncernen som helhed og om beslutninger af speciel betydning for datterselskabet, forinden disse træffes endeligt. Bestemmelsen tilsigtede derved at give datterselskabets bestyrelse mulighed for at øve indfly-

delne på moderselskabets beslutninger. AL. § 55 a tildrog sig ikke særlig opmærksomhed. Medvirkende hertil var måske, at reglen ikke var umulig, og at den i øvrigt var uskarpt formuleret. Den til § 55 a svarende regel i anpartsselskabsloven blev tidligere ophævet. Ophævelsenes af reglene kan dog ikke ses som en afstandagen fra det informationsprincippet, som de ophævede regler gav udtryk for.<sup>63</sup> Regler svarende til AL. § 55 a findes foresat i de norske aktieselskabsloves § 6-16. Selskabslovene forenger, bortset fra informonsreglen, ikke at læse de modsætningsforhold, som repræsentationsandelen kan bringe frem til overfladen.

At datterselskabsbestyrelserne er reelle beslutningscentre, er af særlig betydning, hvis moderselskabet er udenlandsk. Her er der hverken repræsentationsret eller informationspligt, medmindre dette gælder efter de udenlandiske regler. Risikoen for modsætningsforhold er akut.

Derimod er der, som nævnt foran i kap. 10, en ny regel i selskabslovens § 141, stk. 3, hvorefter der er mulighed for, at medarbejdere i udenlandiske datterselskaber kan blive repræsenteret i danske moderselskaber.

## 15.5. Reglerne om koncernregnskaber m.v.

Ud over regnskaber for de enkelte selskaber i koncernen, jf. herom foran i kap. 13, skal moderselskaber udarbejde et særligt koncernregnskab, jf. ÅRL § 2 samt § 109, stk. 1. Kravene til koncernregnskabet findes i årsregnskabslovens kapitler 13 og 14, §§ 109 og følgende.

Som nævnt foran tilsigter den ændrede koncerndefinition i selskabsloven, at der skal være materiel overensstemmelse mellem selskabslovens og årsregnskabslovens koncerndefinition. I overensstemmelse hermed er koncerndefinitionen i årsregnskabslovens bilag 1 B ændret, så den svarer til selskabslovens.<sup>64</sup>

Modervirksomheder kan undlade at afslægge koncernregnskab, hvis koncernvirksomhederne på balanceidspunktet ikke overskider to af følgende størrelser: balancesum 44 mio. kr., nettoomsætning 89 mio. kr. og gennemsnitlige antal heltidsbeskæftigede 50. Uanset hvilken regnskabsklasse en modervirksomhed selv tilhører, skal en modervirksomhed, der er koncernregnskab.

63. Jf. også Søren Friis Hansen, Anpartsselskaber, 1998, p. 179, samt foran i kap. 10.2.5.

64. Selskabslovens koncernbegreb er efter forarbejderne tilpasset den internationale regnskabstandard IAS nr. 27. Imidlertid er denne regnskabstandard i 2015 afløst af IFRS nr. 10 uden at dette har fået til ændring i det selskabsretlige koncernbegreb i SL § 7.

skabspligtig, altid følge reglerne for regnskabssklasse C, jf. ÅRL § 113, stk. 1 og 2, jf. dog nedenfor om ÅRL § 78 a. Hvis moderselskabet er omfaset i regnskabssklasse D, skal koncernregnskabet udarbejdes efter reglerne i regnskabssklasse D, uanset koncernens størrelse, jf. ÅRL § 113, stk. 3.

Ideen bag kravet om koncernregnskabet er at vise den samlede koncerns økonomiske stilling. Efter ÅRL § 115 skal koncernregnskabet vise de konsoliderede virksomheders aktiver og passiver, deres økonomiske stilling samt resultat, som om de tilsammen var en enkelt virksomhed (den såkaldte «enhedsteori»). Hertil knæves naturlig, at regnskabet tennes for økonomiske transaktioner og mellemværender samt kapitalbesiddelser mellem koncerns virksomheder, således at mulighederne for en oppustning af regnskabetne udehukkes.

Koncernregnskabet skal opgøres på samme dato som moderselskabets årsregnskab, jf. ÅRL § 116. Det skal bestå af samme bestanddele som et årsregnskab, nemlig *balance, resultatopgørelse, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse, noter* og en *ledelsesberetning*, jf. ÅRL § 118, jf. § 78.

Koncernregnskabet skal indeholde et sammendrag af moder- og datterselskabernes regnskaber, idet ensartede indtægter og udgifter samt aktiver og passiver legges sammen, jf. ÅRL § 117. I de sammendragne beløb foretages udligning af den bogførte værdi af moderselskabets kapitalandelte med den forholdsmaessige andel af dattervirksomhedernes regnskabsmæssige indre værdi. For at undgå dobbeltregning i koncernregnskabet skal der ske *eliminering* af en række koncerninterne transaktioner og mellemværender. Dette gælder således *tilgodehavender og forpligtelser mellem* de konsoliderede selskaber, indtægter og omkostninger mellem de konsoliderede virksomheder og gevinst og tab mellem de konsoliderede selskaber, som indgår i posternes bogførte værdi, jf. ÅRL § 120.

Arsregnskabsloven indeholder i øvrigt en række regler, der sigter til at vise koncernselskabernes indbyrdes forbindelser. I balancen skal således angives såvel anlegsaktiver som omsetningsaktiver, som består af kapitalandelte og tilgodehavender i dattervirksomheder og associerede virksomheder, jf. balancens poster III om finansielle anlegsaktiver og II om omsetningsaktiver. Omvendt skal også datterselskabers kapitalandelte og tilgodehavender hos moderselskabet ansføres særskilt i datterselskabets balance.

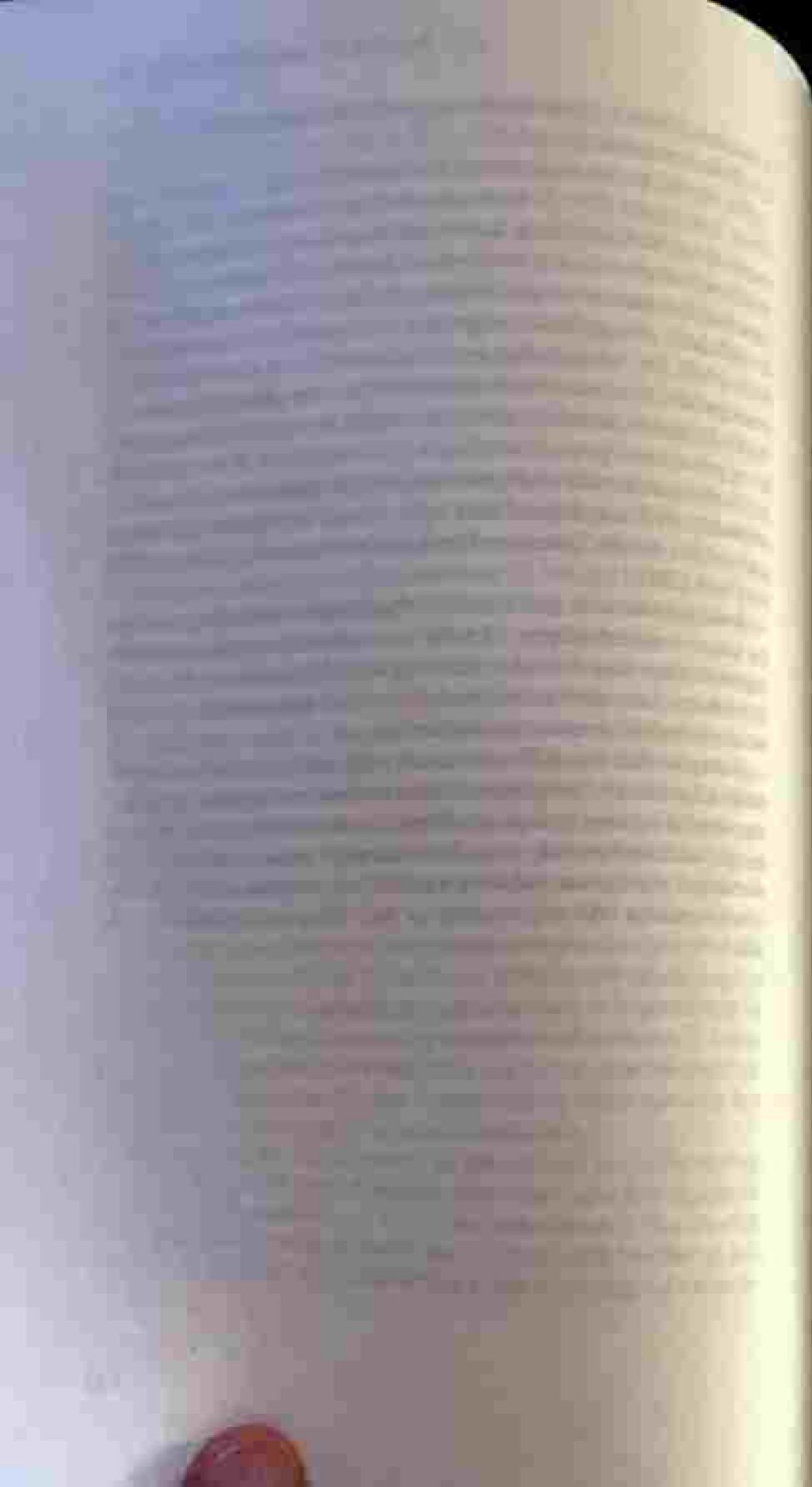
Koncernregnskabet skal fremstilles på den ordinære generalforsamling, jf. selskabslovens § 88. Det skal revideres eller samme regel som regnskabet i øvrigt, jf. Arsregnskabslovens § 135 – jf. dog nedenfor om § 78 a. Revisor skal så vidt muligt være samme revisor, som moderselskabet benytter, jf. selskabslovens § 145 (der dog umiddelbart kun gælder for statslige og børsmote-

redt aktieselskaber), og endelig skal regnskabet indsendes til Erhvervsstyrelsen, jf. Årsregnskabslovens § 138.

Den ene del af gennemførelsen af det 7. direktiv bestod i faststillelse af en teknisk (yderligere) krav til koncernregnskaberne. Den anden del, som har meget stor praktisk betydning, bestod i, at Danmark udnyttede de muligheder, som direktivet giver for at *friholde mindre koncerner* for at aflagge koncernregnskab. Den seneste revision af Årsregnskabsloven udvider muligheden for at undlade at aflagge koncernregnskab. Dette er sket ved bestemmelser i ARL § 110. Der behøver efter denne bestemmelse ikke at udarbejdes koncernregnskab, hvis koncernvirksomhederne i en to-års-periode ikke overkinder to af følgende størrelser: balancesum 44 mio. kr., nettoomsetning 89 mio. kr. og gennemsnitligt antal beskæftigede 50. Forarbejderte til den oprindelige § 110 anslog, at antallet af pligtmæssige koncernregnskaber vil blive reduceret med 85-90 % som følge af disse regler. Med en vis inflation ville denne tal gradvis blive mindre. Grænserne blev derfor hævet en smule i 2004 og i 2008 samt igen i 2015.

Årsregnskabslovens §§ 110-114 indeholder også andre undtagelsesregler fra koncernregnskabspligten, bl.a. for visse underkoncerne og vedvarende datterselskaber, hvor der er betydelige og vedvarende hindringer for, at moderselskabet kan udøve sin bestemmelsesret over datterselskabet, eller hvor besiddelsen af datterselskabet er midlertidig.

Årsregnskabslovens § 78 a indeholder nogle undtagelser for mellemstore datterselskaber. Disse datterselskaber kan fremover vælge at aflagge årsrapport efter reglerne for regnskabsklasse B under nærmere angivne betingelser, jf. bestemmelserne stk. 1, nr. 1-6. Efter stk. 2 kan disse datterselskaber, endvidere vælge at lade revisionen udføre efter Erhvervsstyrelsens erklæringsstandard for små virksomheder, jf. ARL § 135, stk. 1.



# Ophør og strukturændringer

## 16.1. Ophør ctr. strukturændring

Enhver virksomhed, som drives i aktieselskabs- eller anpartsselskabsform, er underkastet forandringer. Virksomheder etableres, udvikles og dør på et tidspunkt. Den selskabsretlige ramme – det registrerede selskab – består, indtil den ændres eller ophører ved likvidation, konkurs, fusion eller spaltning.

Ændringer i virksomhedens forhold kan føre til en virksomhedsovertagelse i form af en aktieoverdragelse (majoritetsoverdragelse) eller en overdragelse af virksomhedens aktiviteter.<sup>1</sup> En sådan virksomhedsoverdragelse kan føre til ændringer i det overtagne selskabs retlige struktur, men behøver det ikke. Et selskab, der har solgt sine aktiviteter, kan leve videre med provenset som likvid kapital, indtil nye forretningsmuligheder viser sig. Sejges majoritetsposten til et andet aktie- eller anpartsselskab, etableres en koncern.

Ændringer i selskabets struktur er en typisk følge af generationsskifte i selskabets ejerkreds/ledelse. Hvis selskabet har værdi, fører ændringerne ikke til selskabets ophør, men til omstruktureringer i form af ny ejerkreds, f.eks. ved management buy out eller ved borsnotering.

Heller ikke økonomiske vanskeligheder fører nødvendigvis til selskabets ophør. I første omgang sages selskabet rekonstrueret ved tillførel af ny kapital, ændringer i ledelsen, tilpasninger eller frasalg af selskabets aktiviteter m.m.

1. Se om virksomhedsovertagelser *Jan Schous Christensen, Grænseoverskridende Virksomhedsovertagelser, 1998, Egholm Hansen og Landgren, Køb og salg af virksomheder, 6. udg., 2019, E. Løgård Andersen, Aktiehandelsaftaler, 2002, og samme, Aktiehandelsaftaler, 2004. Se også Morten Bryde Andersen, Praktisk afdeleret, 5. udg., 2019.* Se videre, nævngt om de skattemessige modeller, Michael Serup, *Generationsskifte – Omstrukturering, 3. udg., 2019, og om insolvenstretnig forhold Henry Heiberg, Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørgaard, Rekonstruktionset, 5. udgave, 2018.*

Ved fusioner taler man om det ophørende og det fortsættende selskab, ift nedenfor i kap. 16.5. At den selskabsretlige struktur ændres, betyder imidlertid ikke, at virksomheden ophører.

Gennemførelse af de strukturændringer, der følger af de ovennævnte ændringer i selskabernes forhold, nødvendiggør, at selskabslovenes regler om vedtægtsændringer, kapitalforhøjelser/kapitalnedsettelse osv. bringes i anvendelse.

Selskabslovene har kun selvstændige regelsæt om ophør af selskaberne ved likvidation, fusion eller spaltning. Likvidation fører til selskabets definitive ophør. Ved fusion og spaltning ophører et eller flere selskaber ganske vist, men virksomheden videreføres i en ny ramme. Fusion og spaltning skal altså mere ses under overskriften strukturændring end under overskriften ophør.

Tidligere indeholdt selskabslovene både regler om *solvent likvidation* og om *insolvent likvidation*. Insolvent oplosning af selskaber kunne ske på to måder, enten ved konkurs efter konkurslovens regler eller ved *insolvent likvidation* efter selskabslovenes regler.<sup>2</sup> Forskellen mellem de to oplosningsmåder vadrerte især reglerne om bostyret og bobehandlingen i øvrigt. Selskabslovenes system med en handlekraftig *likvidator* til at forestå boets afvikling var i praksis konkurssystemet overlegen. Med konkursloven af 1977 ændredes dette dobbelte system. Insolvent oplosning af selskaber kan nu kun ske ved konkurs. Til gengæld blev konkurslovens regler om konkursbehandling tilnærmet det selskabsretlige system med et handlekraftigt bostyre og friere adgang til at vælge de mest hensigtsmessige realisationsformer.<sup>3</sup>

I konsekvens hørfører ophævedes reglerne om insolvent likvidation i selskabslovene. Reglerne om oplosning står i selskabslovens kapitel 14. Kapitlet indeholder kun regler om solvent likvidation, regler om tvangsoplosning samt nogle regler om overgang fra solvent likvidation til konkurs.

Konkursbehandling af aktie- og anpartsselskaber skal ikke gennemgås her. Herom henvises til de konkursretlige fremstillinger. Nedenfor under 2 omtales dog de særlige konkursbestemmelser, som vedrører selskabsforhold.

Selskaber kan opnå frivillige ordninger med kreditorerne ligesom andre skyldnere. Efter de særlige regler om *rekonstruktioner* i konkurslovens afsnit I A, § 10 og følgende, kan selskabet rekonstrueres via en tvangskord eller

2. Et spørgsmål forskelligt herfra er, om et insolvent selskab kan gennemføre en uformel afvikling, en underhåndslikvidation, se herom ovenfor i teksten.
3. Sml. herved konkurslovsreformens rationalisering og modernisering af konkursbehandling ved ændringer i konkurslovens kapitler 12, 13, 15 og 16, se i det hele Lars Lindecrone Petersen og Anders Ørgaard, Konkursloven med kommentarer, 14. udg., 2018, kommentarene til de nævnte kapitler.

en virksomhedsoverdragelse, jf. KL § 10. En rekonstruktion foreudsætter, at selskabet er insolvent, jf. KL § 11. Konsekvenserne af en rekonstruktionsbehandling sværer i vidt omfang til konkursreglerne.

Aktieselskaber og anpartsselskaber kan endvidere oplyses uden likvidation ved *fusion*, dvs. ved sammenmelning med et andet A/S-ApS – eller ved overdragelse af selskabets aktiver og gæld som hæbed til den danske stat eller en dansk kommune. Reglerne herom findes i selskabslovens kapitel 15 om nationale fusioner og spaltninger og i kap. 16 om grænseoverkridende fusioner og spaltninger.

Efter SL § 254 kan kapitalselskaber oplyses uden likvidation ved spaltning. Ved spaltning overdrages aktiver og gæld til flere selskaber, mindst at kapital ejerne i det spaltede selskab modtager vederlag i form af kontanter eller kapitalandele i de modtagende selskaber.

Fusion og spaltning indebærer teknisk set et ophør af et bestående selskab. Realiteten er imidlertid en strukturerendring. Virksomheden fortsætter, enten sammen med en anden (fusion) eller opdelt i to eller flere nye virksomheder (spaltning).

Ved *omdannelse* af et aktieselskab til et anpartsselskab eller omvendt efter reglerne i selskabslovens kapitel 17, §§ 319 og 321, sker der ingen oplysing af selskabet, hverken i juridisk eller praktisk forstand. Virksomheden videreføres, men blot undergivet et andet regelsæt – de regler, der gælder for anpartsselskaber henholdsvis aktieselskaber.

Selskabslovens kap. 17 indeholder ligesom de tidligere regler nogle særlige regler om omdannelse af partnerselskaber til aktieselskaber og om omdannelse af aktieselskaber til partnerselskaber. Reglerne findes i SL §§ 323 og 324. Om reglerne henvises til lovbestemmelserne.

Selskabslovens §§ 325 og følgende indeholder udfyldende regler om omdannelse af virksomheder med begrænset ansvar, jf. lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, til aktieselskaber. Det drejer sig om andelsselskaber, foreninger med begrænset ansvar og selskaber med begrænset ansvar, jf. LEV § 3. Tidligere indeholdt aktieskabsloven alene en henvisning til blandt andet fusionsreglerne. De udfyldende regler bygger fortsat på fusionsreglerne, men ved at udforme reglerne i et selvstændigt regelsæt undgås en række tvivlsspørgsmål om, hvilke regler der gælder. Om reglerne henvises til lovbestemmelserne.

Den *solvante likvidation* er *frivillig* – omend undertiden fremitvunget af omstændighederne – eller *trungen*, dvs. påbudt i lovgivningen. Sondringen har betydning for beslutningskompetencen vedrørende likvidationen og oplosningsmåden, jf. nedenfor under 16.3.2 og 16.3.9.

Ophør af erhvervsmæssig aktivitet og/eller udlodning af selskabsmidler til kapitalejerne nødvendiggør ikke ubetinget likvidation af selskabet. Selskabet har ikke pligt til aktivt at drive virksomhed af den art, som det vedtagmerne i ge formål angiver. Salg af selskabets aktiver – evt. til kapitalejerne – og med ophør af aktiv drift kan lovligt ske og sidestilles ikke uden videre med en likvidation, jf. U 1973.865 G. Selskabet kan betale kreditorerne og overgå til passiv kapitalanbringelse, hvis der er midler tilbage. Aktiv kapital, investering eller (anden) ny aktivitet vil efter omstændighederne kræve forhålsændring, jf. U 1966.31 H (Heimdal). En nedtrapning af selskabets aktivitet, som antager karakter af en reel likvidation, strider derimod mod de formelle regler om likvidationens gennemførelse. Hvis aktionærerne er enige, er det navnlig kreditorhensynet, der er af interesse. Konkursloven indeholder ikke regler om pligtmæssig konkurs af insolvente virksomheder. Ved gennemførelse af en »faktisk likvidation«, også kaldet »underhåndslikvidation«, overvejes kreditorerne imidlertid mulighed for at få den indflydelse på afviklingen, som likvidations- og konkursreglerne tilsigter i de tilfælde, hvor selskabet er eller viser sig insolvent. Tilbage står efter afviklingen alene en udzakket gjeld, som ingen hæfter for. Er der ingen kreditorer, der kræver selskabet oplost ved at indgive konkursbegæring, og opfylder selskabet i øvrigt obligatorerne til at indsende årsregnskaber m.v., kan selskabet leve videre som et såkaldt tomt selskab (et underskudsselskab).<sup>4</sup> Har selskabet betalt kreditorerne ligeligt, så langt midlerne rækker, og er der ikke foretaget dispositioner, der kan omstændes efter konkurslovens regler, har kreditorerne ingen interesse i at indgive konkursbegæring. Er gjalden ikke betalt ligeligt, kan selskabet udelelse pådrage sig erstatningsansvar for udzakede fordringer, jf. SL § 361 og U 1989.812 H, hvor et insolvent importselskab solgte selskabets aktiver på vilkår, at køberen skulle overtake en del af selskabets gjeld, men ikke hele gjelden. Selv om det var køberen, der havde opstillet denne betingelse, blev den sådan disposition anset for retsstridig og ansvarsplidragende over for de kreditorer, der ikke opnåede dækning. Selskabets ledelse – i første række den advokat, der som selskabets juridiske rådgiver havde udformet aftalen – blev anset erstatningsansvarlige. I den nævnte sag var der tale om tilskadesættelse af kendte kreditorers interesser på en milde, som klart strider mod konkursretlige principper om ligestilling af kreditorerne. I U 2007.2128 H, blev bestyrelsen erstatningsansvarlig for ikke at sikre ligelig fordeling af aktiver ved af-

4. Tomme selskaber har en vis handelsværdi. De kan overdrages og dannede ramme om ny virksomhed. Derved spares stiftelsesomkostninger. Et udzakket underskud kan i et vist omfang udlignes i de fulgtstående fra indlægt, jf. SL § 12; se herom Aage Michelsson m.fl., Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 899 f.

viklingen af et selskab. Bestyrelsen havde ikke taget henvnen til at konkursere, som var bestyrelsen bekendt, men bedrædt. Det var imidlertid overhovedet, at selskabet var insolvent, hvis skattemyndighedernes krav viste sig at være korrekt. Hvilket bestyrelsen altså burde have taget henvnen til. Sæd herved også U 2000.188 H, hvor en bestyrelsesformand - en advokat - ikke ønskede at være i forhold til en bank, som ikke havde fået understøttning om selskabets økonomiske problemer. Selskabet anså ikke at have beslutet en valgbar bauligstandsning. Se også U 2000.1013/2 H og U 2005.2235 H. Begge nævnte ansvar i forbindelse med overdragelse af selskabsvirksomhed. Se også U 2013.1273 V, hvor en direktør fandtes ansvarlig for ikke at have opført sin farpligtigelse som selskabets ledelse til at disponere forvaltning over selskabets hovedaktiv med henblik på at sikre kreditorenes fuldstændige overensstemmelse med konkurslovens regler, jf. om dommen også foran i kap. 14.1.3.4.

Selv om en underhåndslikvidation er gennemført således, at alle konkrete kreditorer er betalt, vil et ledelsesansvar kunne tenkes over for kreditorer, som evt. senere måtte dukke op, såfremt den manglende tagtagelse af likvidationsproceduren er årsag til, at de pågældende kreditorers interesser ikke er varetaget. Sæd. herved U 1985.539 H, som frifandt en advokat, der på bestyrelsens vegne havde etableret en kreditorordning, for ikke at have afsat beløb til dækning af et evt. erstatningsansvar vedrørende en entreprise. Selskabets situation var ekstraordinær, idet hovedaktionæreren den daglige leder var fængslet for skyldnersvig.

Et kapitalselskab kan dog ikke gennemføre en underhåndslikvidation og på denne grundlag afmeldes hos Erhvervsstyrelsen. Skal selskabet afmeldes, må den formelle likvidationsprocedure iagttagges. Der er imidlertid intet, der hindrer selskabet i forinden at have afviklet sin aktivitet og betalt (af på) gælden.<sup>5</sup>

Eventuelle beløb, der er udbetalt til kapitalejerne i forbindelse med en underhåndslikvidation, vil kunne kreves tilbage i nødvendigt omfang efter reglen i SL § 194. En udbetaling til kapitalejerne som afslutning på en underhåndslikvidation er næsket i strid med bestemmelserne i denne lov, som det

5. Gomard konkluderer i Aktie- og anpartsselskaber, 5. udg., p. 498, på grundlag af U 1985.539 H og andre domme, at »lovgivningen støtter en hel uformel opførelse af en uformel afvikling«, jf. tilsvarende Gomard/Schoumberg Müller, men ikke en uformel afvikling, jf. tilsvarende Søren Frø Hansen og Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 543, jf. også tilsvarende Lars Valdemar Krenchel, Dansk selskabret 2. Kapitalselskaber, 2019, p. 741 f. og Lars Jan Schous Christensen, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 702. Sæd. også Lars Bunch og Søren Corfixen Wium, Selskabsloven, 3. udg. p. 997.

siges i § 194, og skal tilbagebetales uanset mulig god tro. Udbetalinger, der som i U 1973.865 Ø fremkommer i forbindelse med salg af selskabets aktiver til aktionærerne, fikker ikke ind under § 194, men vil kunne kræves tilbagebetalt på grundlag af erstatningretlige synspunkter, jf. SL 96 362 og 361, jf. også foran i kap. 14.1.3.4 om dommene U 1989.812 H, U 2000.873 H og Tys 2001.193 V.

Selskabsloven viderefører i § 216 en særlig smidig oplosningsmåde, oplossning ved betalingserklæring. Her er de garantier for varetagelse af kreditinteresser, der ligger i likvidations- og konkursreglerne, erstattet af personlig hæftelse, jf. straks nedenfor.

I forbindelse med evalueringen af selskabsloven i 2013 er der sket en række ændringer i reglerne om fusioner og spaltninger. Som udgangspunkt er reglerne videreført uændret indholdsmæssigt, men der er sket en række præciseringer og mindre ændringer med hensyn til tidspunktet for, hvornår kreditorerne kan anmeldte deres fordringer. Endelig har Erhvervsstyrelsen fået hjemmel til at fastsætte nærmere regler om offentliggørelse af fusions- og spaltningsplaner. Der er ligeledes gennemført præciseringer og mindre ændringer i reglerne om likvidation.

## 16.2. Oplosning af aktie- og anpartsselskaber ved betalingserklæring

Anpartsselskabsloven af 1996 indførte en særlig oplosningsmåde, oplossning ved betalingserklæring. Reglerne blev i 2006 også indført i aktieselskabsloven og er videreført i SL § 216. Efter § 216 kan et kapitalselskab gennemføre en uformel afvikling af selskabet med afhændelse af selskabets aktiver og betaling af gælden. Når dette er sket, kan kapitalejerne afgive en erklæring om, at al gæld, forfalden som uforfalden, er betalt, og at selskabet er oplost.

Erklæringen skal være modtaget hos Erhvervsstyrelsen senest 2 uger efter underskrivelsen. Den skal vedlægges en særlig udtalelse fra told- og skattemyndighederne om, at der ikke foreligger skattein- og afgiftskrav vedrørende selskabet. Når en oplosningserklæring, der opfylder de nævnte betingelser, er modtaget, slettes selskabet af registret.

Prisen for, at denne uformelle afviklingsmetode kan anvendes, angives i § 216, stk. 4. Den er, at kapitalejerne – hvis navn og adresse skal være angivet i betalingserklæringen – har *personligt, solidarisk og ubegrænset* for gæld, forfalden som uforfalden eller omtvistet, som bestod på tidspunktet for erklæringens afgivelse. Den personlige hæftelse gælder således også for f.eks.

skatte- og afgiftskrav, der konstateres efter erklaringens afgivelse. Herved er det som følge af ændring i skattemættelsen. Kapitalerne indtægter i selskabets forpligtelser over for kreditorerne, såfremt at gæld ikke er betalt ved oplosningen. En konsekvens heraf er, at kreditorer kan fremlægge et regnestykke i foredelsesloven, jf. således U 2018.1453 H.

Anvendelse af oplosning ved betalingserklæring må ske med mæren forsigtighed og omhu på grund af den vidtgående regel om personlig hæftelighed.<sup>6</sup> Verserer der retssager, eller er der i øvrigt usikkerhed om et krav bestien, må der tages højde herfor. Nærliggende vil det være at benægte et beløb, indtil retssagen er aklaret,<sup>7</sup> men der er ikke lovkrav herom. Det har også overvejes noje, om der kan være opstået erstatningskrav eller andre krav, som kan henføres til tiden før betalingserklæringen. Der skal som nævnt forelægge en erklæring fra skattemyndighederne om, at der ikke foreligger skatte- og afgiftskrav mod selskabet. Selv om der foreligger en erklæring fra skattemyndighederne, vil denne være forsynet med forbhold, således at der kan fremkomme skatte- og afgiftskrav på et senere tidspunkt. Også dette må der tages højde for.

Selv om der således kan være en betydelig risiko ved at oplose ved betalingserklæring, kan der dog være en sådan oversigt og klarhed over selskabets forpligtelser, at seiskabsdeltagerne finder oplosningsmåden forsvarlig. Det forhold, at der skal afgives en erklæring fra samtlige seiskab-deltagere med angivelse af navn og adresse, begrænser i praksis denne afgangsmåde til selskaber med få deltagere. Selskaber med mange deltagere – i de fleste tilfælde aktieselskaber – herunder aktieselskaber med ihændehaver-aktier – kan vanskeligt anvende reglerne.

### 16.3. Konkurs eller solvent likvidation?

#### 16.3.1. Ved afgangens påbegyndelse

Der likvideres naturligvis selskaber, der utvivlsomt er solvente, men som af den ene eller anden grund ønskes afdviklet. Øftere er optakten til likvidationen imidlertid økonomiske vanskeligheder. Selskabets ledelse skal påse og sikre, at selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt, jf. SL § 115 og følgende, og bestemmelserne i SL § 119 forpligter ledelsen til inden seks måneder efter, at selskabet har tabt halvdelen af sin kapital, at indkalde til en ge-

6. Jf. således også Niels Bang Sørensen og Jonas Christoffersen i U 1999B, p. 370 f.

7. Jf. således Lars Bunch og Søren Corfusen White, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 991.

## Kapitel 16. Ophør og strukturændringer

neralforsamling, der skal tage stilling til, om kapitalen kan reableres, eller om selskabet skal oploses, jf. om reglerne nærmere foran i kap. 8. Selskabslovens regler stiller hverken bestemte krav til, hvilke foranstaltninger selskabet bør træffe som følge af det konstaterede kapitaltab, eller til tidsfrister herfor. Kapitaltabsreglerne medvirker til, at selskaberne får mulighed for at vedtage likvidation på et tidspunkt, hvor selskabet (endnu) er solvent. De kan dog ikke helt forhindre konkurs. De konstaterede tab kan være for store, eller rekonstruktionsforsøg kan mislykkes.

Fra først af er det selskabets generalforsamling, som afgør, om selskabet skal oploses, og om dette skal ske ved indgivelse af konkursbegæring eller ved en solvent likvidation. Det sidste kan kun besluttes, hvis generalforsamlingen anser selskabet for solvent. Forinden beslutningen træffes, kan selskabet dog naturligvis gennem en frivillig gældende ordning søge at opnå en akkord eller anden ordning med kreditorene, hvorved selskabet bliver solvent.<sup>4</sup>

De ovenfor nævnte regler om kapitaltab skal sikre, at generalforsamlingen får lejlighed til at tage stilling til spørgsmålet om oplosning. Beslutningen kan imidlertid være foregaget ved, at ledelsen forinden har været nødt til at lade selskabet standse sine betalinger og eventuelt anmode om rekonstruktionsbehandling. Hvis selskabets økonomiske tilbagetog forløber jævn, har ledelsen pligt til at være så orienteret om selskabets udvikling, at reglerne i § 119 kan overholdes. Bestyrelsen vil være bebojet til at handle på egen hånd, hvis den vil risikere erstatningsansvar ved at fortsette selskabets aktivitet, indtil en ekstraordinær generalforsamling kan indkaldes. Efter fast retspraksis er bestyrelsen erstatningspligtig, såfremt den ikke hindrer yderligere kreditoptagning på et tidspunkt, hvor den må indse, at selskabet ikke kan fortsætte, jf. foran i kap. 14. En begæring om rekonstruktionsbehandling eller konkurs uden forudgående generalforsamlingsbeslutning kan være nødvendig for at sikre bestyrelsens interesser ved at hidtjere fristslagen, jf. konkurslovens § 1 og nedenfor. I 1985.429 V godkendte således (efter de tidligere regler) en anmeldelse om betalingsstandsning fra et bestyrelsesmedlem i et selskab, hvor de to øvrige bestyrelsesmedlemmer var udradt.

Hvis generalforsamlingen anser selskabet for insolvent, må oplosningen om nævnt form ske ved konkurs. Insolvencriteriet er det i konkurslovens 17, stk. 2, angivne, dvs. at selskabet ikke kan opfylde sine forpligtelser, ejhånden som de forsalder, medmindre betalingsudydigheden må antages.

Jf. herved Lars Bunch og Søren Corfixen (Hrsg.), Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 993, hvor det oplyses, at en anmeldelse om likvidation efter punkts registreres, selv om selskabet regnskabsumsigtigt er insolvent, såfremt selskabet inden anmeldelsen er gjort solvent.

blot at være forbiligende.<sup>9</sup> Efter konkursloven har debtøren – herunder selskaber – ikke pligt til selv at erklære sig konkurs, alene fordi de er insolvente.<sup>10</sup> Et aktieselskab eller et anpartsselskab kan udvælge hvem videre uden aktivitet og med en underskudssaldo, såfremt en kreditor ikke besidder selskabet konkurs. Såvel kapitalejerne som selskabets kreditter kan efter omstændighederne have interesse i at undlade en oplosning af selskabet, både fordi selskabet som sådant repræsenterer en økonomisk værdi, og fordi underskudssaldoen eventuelt skattemæssigt kan udnyttes ved en videreførelse af selskabet efter de skattemæssige regler om underskudsfremførelse, jf. også foran.

Generalforsamlingens beslutning hviler på en regnskabsbenytning opgjorte af selskabets stilling, som ledelsen har laget udarbejde. Selskabsloven stiller ikke bestemte krav til kvaliteten eller beskaffenheten af denne beslutningsgrundlag. Både af denne og andre årsager kan der være forskellige vurderinger af, om selskabet er solvent. Kapitalejerne kan være interesserede i at likvidere efter reglerne om solvent likvidation, fordi de derved bevaret magten over selskabet og dermed indflydelsen på, hvorledes afviklingen foregår, jf. nedenfor. En kreditor, som ikke deler selskabets vurdering, kan ved indgivelse af konkursbegæring eller af en begæring om rekonstruktionsbehandling efter reglerne i konkursloven få selskabets vurdering prøvet af skifretten. Efter konkurslovens § 24 udsættes afgørelsen om konkurs, såfremt en rekonstruktion sagtes gennemført.<sup>11</sup>

Hvis generalforsamlingen beslutter, at selskabet skal indgive konkursbegæring eller begæring om rekonstruktionsbehandling, sæger det centrale ledelsesorgan herfor, jf. SL § 233, stk. 1. Kun dette organ er efter disse bestemmelser legitimeret til at indgive konkursbegæring.<sup>12</sup> Selskabsloven indeholder ikke et krav om generalforsamlingens sanktion før, at skifretten kan efterkomme bestyrelsens begæring om konkurs.

9. Om insolvenskriteriet se nærmere *Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørgaard, Konkursloven med kommentarer*, 14. udg., 2018, p. 320 f.
10. Konkursloven af 1977 ophævede den tidligere lovs § 46 vedrørende en bogføringspligtig skyldners pligtmæssige konkurs.
11. Bestemmelserne er omformuleret i forbindelse med vedtagelsen af reglerne om rekonstruktion. Se hermed om bestemmelserne *Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørgaard, Konkursloven*, 14. udg., 2018, p. 143 ff.
12. Jf. *Lars Bunch og Søren Corfuxen Whitt, Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 1048, samt vedrørende tidligere ret *Gomard, Likvidation* p. 20 og dommenet i U 1973,795 SH og U 1972,419 V.

**16.3.2. Senere overgang til rekonstruktionsbehandling eller konkurs**  
Når kapitalejerne træffer beslutning om likvidation eller rekonstruktionsbehandling/konkurs, må de skaffe sig et overblik over selskabets økonomi. Hvis der beslutes likvidation, vælges en likvidator, jf. nærmere i det følgende. Likvidation kan indledes med, at likvidator udarbejder et indgangsregnskab for likvidationen. På basis af dette regnskab samt likvidators skøn over, hvorledes likvidationen kan gennemføres, hvilke omkostninger der vil være, og hvad aktiverne vil indbringe m.v., kan likvidator vurdere, om likvidationen vil give fuld dækning til kreditorene. Hvis likvidator ikke mener, dette vil blive resultatet, kan han indkalde generalforsamlingen til beslutning om indgivelse af begæring om rekonstruktionsbehandling eller af konkursbegæring. Likvidator er dog hverken forpligtet til at lave et formelt likvidationsregnskab eller til at indkalde generalforsamlingen. Reelt må likvidator stadig skaffe sig det formadne overblik over selskabets økonomi, og han bør normalt også have generalforsamlingen.<sup>13</sup>

Under likvidationen er likvidator legitimert – og efter § 233, stk. 2, eventuelt forpligtet – til at indgive begæring om rekonstruktionsbehandling eller konkursbegæring. Generalforsamlingen kan vedtage at fortsætte likvidationen, hvis den mener, likvidationen kan slutte med fuld dækning til kreditorene, men det forudsætter, at likvidator er enig, jf. § 233, stk. 2. Lader likvidator sig overbevise om, at likvidationen kan fortsætte som solvent, kan han pådrage sig erstatningsansvar, såfremt nogen kreditor lider tab ved, at selskabet ikke overgår til konkursbehandling. Træder likvidator tilbage eller afsættes han, jf. SL § 219, stk. 2, må selskabet forsøge at finde en ny likvidator, som er enig i generalforsamlingens vurdering.

### 16.3.3. Rekonstruktion og konkurs

Hvis ikke selskabet selv har indgivet begæring om rekonstruktion eller konkursbegæring, jf. ovenfor, kan kreditorene gøre det. Begæring om rekonstruktion eller konkurs fra kreditorene kan være indiceret af flere grunde:

Kreditorene kan som nævnt ved indgivelse af begæringen sikre sig, at skifternet foretager en uafhængig vurdering af selskabets økonomiske situation, at en rekonstruktor besløkkes, hvis en rekonstruktion af selskabet forsøges, eller – ved en konkursbegæring – at selskabet fratages rådigheden over selskabets aktiver, jf. konkurslovens § 26. Under en rekonstruktionsbehandling bevarer skyldneren (selskabets ledelse) derimod som udgangspunkt rådigheden over aktiverne.

13. Jf. bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 346.

Ett begæring om rekonstruktion eller konkurs medfører indtræden af konkursernes indtræder, jf. konkurslovens § 1, nr. 1. Dannede festligheden eventuelle omstændelsesmuligheder, såfremt selskabet senere går konkurs, jf. nedenfor. Hvis selskabet i realiteten er afviklet, uden at det er konkurs eller rekonstrueret konkurs, kan indgivelse af begæring om rekonstruktion eller konkurs muliggøre omstændelse, hvorved ydeltigere muligt eventuelt kan bringes ind i boet. Endvidere er en oplysning nødvendig for at anvende reglen i selskabsskattelovens § 33 om aktionærsvær for selskabskassen, jf. U 1973.399 Ø og U 1973.865 Ø.<sup>14</sup>

Konkursbehandling af selskaber foregår efter samme regler, som gælder for andre virksomheder.<sup>15</sup> Konkursloven indeholder dog enkelte regler, som specielt tager sigte på selskabsforhold:

Fristdagen, som er afgørende for omstændelsesfristernes betydning, jf. konkurslovens kapitel 8, indtræder ved indgivelse af begæring om rekonstruktion eller konkurs fra en kreditor eller selskabet selv, jf. ovenfor. Efter konkurslovens § 1, stk. 1, nr. 3, indtræder fristdagen imidlertid også ved beslutningen om *solvent likvidation*, såfremt skiflesretten inden tre minutter efter denne beslutning modtager anmeldelse rekonstruktionsbehandling eller konkurs. Der levnes derved selskabet en vis mulighed for at forsøge en solvent likvidation, uden at der straks fremprovokeres en begæring om rekonstruktion eller konkurs. Likvidator behøver således ikke straks indgive konkursbegæring efter SL § 233, stk. 2, hvis likvidator vil undersøge mulighederne for, at der kan opnås aftaler med kreditorerne om at afvikle selskabet gennem likvidation, selv om der kan være usikkerhed om, hvorvidt selskabet vil være solvent i hele likvidationsperioden.<sup>16</sup>

I overensstemmelse med det netop anførte giver konkurslovens § 94, nr. 3, fortinaret som såkaldt sekundære massekav<sup>17</sup> til rimelige omkostninger ved påbegyndt solvent likvidation af et aktieselskab eller anparteselskab. Fortinretten omfatter bl.a. honorar til likvidator og revisor for tiden efter likvidations vedtagelse, jf. U 1973.258 SH. Andre krav, som er stiftet under likvidationen vedtagelse.

14. Jf. herom bl.a. *Ange Michelsen m.fl.*, Lærebog om insolvenskat, 18. udg., 2019, p. 1325 f. Se om andre tilfælde, hvor et bo uden aktiver kan tages under konkursbehandling, *Henrik Zahle* i U 1979B, p. 117 f.
15. Rekonstruktionsprocessen er eller sagens natur andetledes, idet den rigter på at vide, hvilke virksomheder, der er levedygtige. De ovenfor omtalte regler om fristdagen og om sekundære massekav findes derimod også anvendelse i relation til rekonstruktion, jf. nærmere i teksten.
16. Jf. herved Moderniseringsbetænkningen p. 554 og bemærkningene til L 170 p. 345.
17. Jf. til det følgende *Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørgaard*, Konkursloven 14. udg., 2018, p. 705 f., 710.

tionen, såsom personalets lønkrav, leverandørgeld osv., har derimod ikke fortinnsstilling ved en efterfølgende konkurs efter denne regel, selv om de både er rimelige og nødvendige, jf. f.eks. U 1974.595 V om istandsættelsesau- bejde. Det kan desfor indebære risiko at yde kredit til et selskab under likvi- dation, hvis der er tvivl om selskabets solvens. Fortinnsret kan dog opnås efter reglerne i Kl. § 94, nr. 1 og 2, for rimelige omkostninger ved forsøg på at til- vejebringe en samlet ordning med kreditorerne ved rekonstruktion, afvikling, akkoord eller på anden måde samt for gæld, der pådrages med samtykke af en af skifteresten beskikket rekonstruktion.

Mellem et selskab og dets ejere, eller mellem indbyrdes forbundne sel- skaber, er der et interessefællesskab, som kan udmontere sig i dispositioner til skade for et selskabs kreditorer. Konkurslovens § 2 indeholder en afgræn- ning af personer og selskaber, der skal betragtes som nærtstående i konkurs- lovens forstand. Efter § 2, nr. 2 og 3, omfatter begrebet dels forholdet mellem en person og et selskab, dels mellem to selskaber, hvor personen eller det ene selskab ejer en væsentlig andel af (det andet) selskabets kapital. Hovedaktio- nærer er nærtstående i forhold til deres selskab. Det samme gælder i alminde- lighed moderselskaber i forhold til deres datterselskaber.<sup>18</sup> Den vigtigste virkning af, at der er tale om dispositioner mellem nærtstående, er, at omstæ- delsestidsfristerne for en række omstændelige dispositioner forlænges.<sup>19</sup>

## 16.4. Solvent likvidation

### 16.4.1. Likvidationsregternes formål

Opløsning af et selskab indebærer et opgør med selskabets kreditorer og en opgørelse og afvikling af selskabets aktiver. Selskabslovens regler om li- kvidation indeholder bestemmelser om fremgangsmåden ved likvidation, formelle garantier for, at en forsvarlig opgørelse foretages, og bestemmel- ser, der sikrer, at afviklingsmåden er sådan, som aktionærerne ønsker. Un-

18. Der er dog ikke identitet mellem koncernbegrebet i selskabslovens § 7 og konkurslo- vens begreb nærtstående. Reglene forfølger forskellige formål. Sm. herved Niels Jørgen Clausen i U 1987B, p. 417 f. og henil Paul Krüger Andersen, Studier i dansk kon- cernret, 1997, p. 439 f.
19. Se hertil nærmere Lars Lindencrona Petersen og Anders Ørgaard, Konkursloven 14. udg., 2018, p. 100, 727. U 1962.1157 Ø anså en 20 %'s aktionær, der samtidig var bestyrelsesformand, for nærtstående. U 1993.981 H anså derimod ikke en aktionær, der ejede 10 % og var bestyrelsesmedlem, for nærtstående, henset til fordelingen af den øvrige aktiekapital.

der solvent likvidation bevarer kapitalejerne hovedansvaret over selskabet, jf. St. § 219. Likvidationsreglerne fastholder i relation til kapitalejerne den indflydelse og sikrer, at også minoritetens interesser tilgodeses. Likvidationsreglerne skal imidlertid i særlig grad sikre kreditorernes interesser. Kreditorerne har krav på beskyttelse mod, at selskabets kapital udteddes til kapitalejerne, uden at kreditorernes interesser sikres. Dette er kompletet til den begrænsede hæftelse.

Lejlighedsvis er forekommet tilfælde, hvor solvente selskaber er likvideret – f.eks. ud fra overordnede hensyn til en koncerns overlevelse som sådan – og hvor medarbejderne har ment, at virksomheden kunne eller burde oprettholdes som arbejdsplass. Den selskabsretlige indflydelse for medarbejderne er imidlertid holdt på ledelsesniveau og omfatter derfor ikke likvidationsbeslutningen. Likvidationsbeslutningen er udtrykkeligt et anliggende for kapitalejerne, og afviklingen forestås ikke af selskabets ledelse, men af en generalforsamlingsvalgt likvidator. Når likvidator er valgt, fratræder den hidtidige ledelse, inklusive eventuelle medarbejderrepræsentanter.

#### 16.4.2. Beslutningen om likvidation – pligtmæssig og frivillig likvidation

Kompetencen til at træffe afgørelse om selskabets likvidation er som nævnt hos generalforsamlingen, jf. SL § 217. Loven sondrer mellem *pligtmæssig likvidation* og *frivillig likvidation*. Hvor likvidationen er pligtmæssig, kræves efter SL § 217, stk. 2, alene simpelt flertal efter reglerne i SL § 105. I andre tilfælde kræves flertal som til vedtægtsændring, dvs. to tredjedele af såvel de afgivne stemmer som af den repræsenterede stemmeberettigede kapital, jf. SL § 106. Vedtægterne kan i begge tilfælde foreskrive en større majoritet.<sup>20</sup>

Plegtmaessig er likvidationen, hvor oplosning er påbudd i lovgivningen i selskabets vedtægter, eller af Erhvervsstyrelsen efter selskabsloven. Vedtægtsbestemmelser om pligtmæssig likvidation kan tankes, hvis f.eks. selskabet har til formål at opføre en bestemt bygning eller i øvrigt gennemføre et bestemt projekt. Sådanne vedtægtsbestemmelser forekommer dog sjeldent i danske selskaber.<sup>21</sup> Derimod forekommer det ikke sjeldent, at der i vedtægterne er tillagt kapitalejere eller andre en ret til at kreve selskabet oplast –

20. En aktionær kan stemme for likvidation, selv om en aksie er håndpansat, jf. U 1968.766 H (U 1969B, p. 256).

21. Jf. Lars Hunch og Søren Corfixen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., 2018, p. 1000.

f.eks. som led i bestemmelser, der skal sikre, at aktionærer eller aksjehavere kan komme ud af selskabet.<sup>22</sup>

Efter selskabsloven er oplosning påbuddt i flere tilfælde: Efter SL § 225 kan Erhvervsstyrelsen bl.a. beslutte oplosning, hvis styrelsen ikke rettidigt har modtaget selskabets godkendte årsrapport i behørig stand, hvis det mangler ledelse eller revisor – i de tilfælde, hvor selskabet skal have en revisor – og manglen ikke afhjelpes inden for en kort frist, normalt 4 uger. Oplosningsreglen vedrørende modtagelse af årsrapporten har meget stor praktisk betydning. Ved hjælp af denne regel kan Erhvervsstyrelsen få renset registeret for selskaber, der er døde, hvilket har en *ordenstidsrig* betydning. Mere vigtigt er, at muligheden for tvangsoplösning giver styrelsen et effektivt *tvangsmiddel* med henblik på at indsende regnskaber eller udnævne den foreskrevne ledelse. (For så vidt angår revisor har styrelsen også mulighed for direkte at udnævne en revisor efter reglen i SL § 144, stk. 3).<sup>23</sup> For levedygtige selskaber vil truslen om tvangsoplösning i almindelighed være tilstrækkelig til, at selskaberne refter for sig. For andre selskaber betyder reglen, at staten har påtaget sig den økonomiske bryde med at rydde op efter erhvervsvirksomhed, der mislykkedes.

Ved ændringsloven i 2018 blev der i § 225, stk. 1, nr. 5, tilføjet en mulighed for tvangsoplösning, hvis kapitalselskabet intet har registreret i henhold til SL § 58 (om registrering i ejerregisteret af storaktionærer). Ved senere ændringer blev der givet hjemmel til tvangsoplösning, hvis selskabet ikke har registreret eller opbevaret dokumentation om reelle ejere, jf. SL § 52 a. Ved den såkaldte »kontrolpakket» i 2020 blev der givet mulighed for tvangsoplösning, hvis kapitalselskabet ikke opbevarer selskabsdokumenter eller indsender oplysninger eller erklinger i henhold til SL § 23 h, stk. 1, eller § 23 h, stk. 2.

SL § 230 indeholder en bestemmelse med preventivt sigte, hvoreller resten ved majoritetsmisbrug m.v. efter påstand af en minoritet på en tiendedel af kapitalen kan bestemme, at selskabet skal oploses. Muligheden for oplosning kan være det alternativ, som kan forlige modstridende interesser blandt aktionærerne og forebygge fremtidige eller fortsatte misbrug; smt. fra praksis

22. Således som led i bestemmelser om omstændighedsbegrensninger. En pligt til likvidation, der er fastsat i en ejerafstale, mindst ikke, at vedtagelsen kan ske med simpelt flertal. For at sikre gennemførelsen af likvidation kan der i ejerstalten fastsættes supplerende bestemmelser om, at kapitalejerne i de angivne tilfælde er forpligtet til at afgive stemme for likvidation.
23. Skifteretten kan ikke efterprøve Erhvervsstyrelsens beslutning om at tvangsopløse et selskab, jf. U 2019.1265 Ø.

før Al. 1973 f.eks. U 1955/932 Ø om midlertideligheden af et forlig mellem aktionærgrupper. Betingelsenne for at kræve oplosning efter § 239 er omvendt og viser, at oplossningsadgangen er den sidste udvej, når virksomheden er i opstand og muligheden for indlossning af aktiorarterne/anpartshaverne efter SL. § 362, stk. 3, ikke står til. I forhold til erstatningsindlossingsreglen har en tvangsmessig oplosning den ulempe, at den vil være opget til at reducere selskabets værdi, hvilket også vil komme minoriteten til skade. Hvis minoriteten vil en trussel om at begære oplosning derfor være et tweegget sverd. Træffer retten beslutning om oplosning, har selskabet pligt til at iværksætte denne. Hvis det dette ikke sker, tvangsoploses selskabet efter SL. § 226.

Forskellig fra de ovennævnte tilfælde af pligtmessig oplosning er den pligtig til at standse, som kan siges at følge af, at selskabets ledelse vil pådrage sig ansvar ved at lade selskabet fortsætte sin virksamhed, hvis den må indse, at dette vil medføre (yderligere) tab for kreditøerne. Reglen om kapitaltab i § 119 fastsætter en handlepligt for bestyrelsen, men er ikke en regel om tvangsmessig oplosning. Den understreger derimod, at initiativet til og ansvaret for, at selskabet standser sin virksamhed, og at der træffes beslutning på en generalforsamling om selskabets videreførtlse eller likvidation/konkurs, påhviler selskabets ledelse. Efter den tidligere, nu ophævede, regel om pligtmessig retablering af kapitalen i anpartselskaber skulle Erhvervstyrelsen fornælde selskabet oplost, såfremt det øverste ledelsesorgan ikke indkaldte generalforsamlingen, hvis 40 pct. af indskudskapitalen var tabt, og såfremt selskabet ikke selv retablerede en minimumskapital eller vedtog oplosning af selskabet. Reglen fastslog, at styrelsen skulle fastsette en frist for berigtigelse af selskabets kapitalforhold, hvis oplosning ikke blev vedtaget af anpartshaverne. Meningen hermed var at hindre oplosning af i øvrigt levedygtige selskaber med forbigående vanskeligheder, således at tvangslikvidation kun blev aktuel i de tilfælde, hvor et selskab fortsat undlader at træffe foranstaltninger til afhjælpning af kapitalproblemerne, eller den økonomiske situation er så alvorlig, at der ikke er udsigt til, at virksomheden kan overleve. Mange anpartselskaber kan imidlertid overleve, selv om kapitalen er tabt, f.eks. fordi gælden hovedsagelig har været samlet hos enkelte leverandører eller selskabets pengeinstitut. Efter ændringen af § 52 i 2006 var situationen den samme som i aktieselskaberne – og som den er nu efter selskabslovens § 119: Selskabet må selv tage ansvaret for, om det kan fortsætte, og Erhvervstyrelsens aktivitet med at overvåge overholdelsen af kapitaltabssreglen og evt. sende selskabet til tvangsmøgning er afskaffet, jf. også nedenfor i afsnit 16.4.10.

Bliver oplosning ikke vedtaget i de tilfælde, hvor oplosning ifølge de ovenstillede regler skal ske, oploses selskabet på Erhvervstyrelsens begæ

ring af skifteretten, jf. SL § 226, stk. 1. Om gennemførelsen af tvangsexploitation nærmere se nedenfor i punkt 16.4.10.

#### 16.4.3. Valg af likvidator

Likvidationen foretages af en eller flere likvidatorer, som vælges af generalforsamlingen, jf. SL § 218. Valget af likvidator sker, medmindre selskabets vedtagter bestemmer andet, med simpelt stemmeflertal efter reglen i SL § 105. Om der har vælges en eller flere likvidatorer, beror på overvejelser vedrørende selskabets karakter, hvilke problemer afviklingen antages at medføre, om enighed kan opnås mellem kapital ejerne, personspørgsmål osv. En særlig minoritetsbeskyttelsesregel indeholder i SL § 218, stk. 2. Herved har kapital ejere, der ejer 25 pct. af selskabs kapitalen, ret til på generalforsamlingen at vælge en likvidator til sammen med de af generalforsamlingen valgte at foretage likvidationen. Det er tale om en selvstændig ret for minoritetet til at vælge en medlikvidator. Den valgte har imidlertid samme stilling og forpligtelser over for selskabet som de øvrige likvidatorer. En medlikvidator må varetage selskabets surt, men kan naturligvis særlig påse, at minoritetens interesser ikke bliver tilskadesat.

En væsentlig konsekvens af, hvem der har udnevnt likvidator, følger af reglen i § 219, stk. 2, hvorefter likvidator til enhver tid kan afsættes af den, der har valgt eller udpeget ham. For de generalforsamlingsvalgte likvidatorer indebærer dette, at de må foretage likvidationen efter flertallets ønsker. Ligeledes må en eventuel minoritetsvalgt likvidator – med respekt for pligterne som likvidator – prøve at leve op til minoritetens forventninger.

#### 16.4.4. Likvidationens begyndelsespunkt

Alle likvidationens retsvirkninger kan ikke tidsfastes til samme tidspunkt. I de fleste relationer er *tidspunktet for likvidationens endelige vedtagelse på generalforsamlingen afgørende*. Forskelle kommer især frem vedrørende de insolvente selskaber i relation til konkurslovens bestemmelser om fristdagen.

Pligten til i navnet at tilføje si likvidation gælder et selskab, der er si likvidation, jf. SL § 220, stk. 2. Denne pligt må gælde umiddelbart efter beslutningen om likvidation. Når der er truffet beslutning om likvidation, kan der ikke mere foretages ændringer i registreringer for selskabet, bortset fra de i loven angivne, jf. § 220, stk. 3.

Når generalforsamlingen har valgt likvidator(er), træder disse straks i ledelsens sted. Samtidig ophever den hidtidige ledelses adgang til at disponere

på selskabets vegne.<sup>24</sup> Legitimationen bør til opført følgende, når ledelsen anmeldes fra selskabsregistret, eller legitimationset trænger til opført på anden måde efter almindelige fuldmagtssager.

Efter de oprørvede regler skulle der afholdes en udvalgs- og udskudses et særligt regnskab for tiden fra udløbet af det sidste regnskab til og med likvidationsindtredenen. Nu må likvidator blot skaffe sig en oversigt over selskabets økonomiske stilling for at kunne tage stilling til det videre forløb, jf. koncern-årsregnsdag vil det være naturligt at vælge likvidationsdag.

Fristen for indgivelse af anmeldelse om likvidationen til Erhvervsstyrelsen regnes fra beslutningen om likvidationen, jf. SL § 230, stk. 1.

For de tilfælde, hvor selskabet viser sig insolvent, erstatte bestemmelserne om fristdagen i konkurslovens § 1, jf. ovenfor. Fristdagen er dagen før likvidationsbeslutningen, jf. KL § 1, stk. 1, nr. 3. De formelle revisionsager, der i konkurssituationen knyttes til fristdagen, er ikke bestemt af den samme klokkeslet som generalforsamlingsbeslutningen.

#### 16.4.5. Likvidationens gennemførelse

*16.4.5.1. Likvidators almindelige stilling*

Likvidator træder i ledelsens sted, jf. SL § 219, stk. 1. De bestemmelser, som selskabsloven indeholder om ledelsens beføjelser og pligter, findes også anvendelse på likvidator med de modifikationer, som normalt følger af, at oven er at afvikle selskabet, og ikke at føre det videre.

At likvidator erstatter ledelsen, giver på den ene side likvidator en betydelig handlefrihed til at afvikle selskabet. På den anden side vedtiver generalforsamlingen at fungere under likvidationen efter de almindelige regler herom, jf. § 219, stk. 3. Der skal afholdes ordinære generalforsamlinger under likvidationen, og ekstraordinære generalforsamlinger kan afholdes efter indkaldelse af likvidator, en minoritet blandt kapitalejerne eller selskabets revisor, jf. SL § 89. Beslutninger om godkendelse af det endelige likvidationsregnskab, jf. SL § 224, stk. 2, om at lade selskabet trade i virksomhed på ny, jf. SL § 231, og om indgivelse af konkursbegiering kan ligeledes tages af generalforsamlingen. Det er likvidators afgørelse, i hvilke tilfælde han i øvrigt vil forelægge beslutninger for generalforsamlingen. Der kan næppe siges andet almindeligt herom, end at likvidator naturligvis påtager sig et større ansvar og kan udsætte sig for kritik – evt. også risiko for at blive afsat – ved at handle på egen hånd.

24. Hvis der er en periode fra beslutningen om likvidation og til valg af likvidator, må ledelsen dog kun foretage dispositioner, der er nødvendige og åbne til skade for selskabet og kreditorene, jf. SL § 218, stk. 1, jf. § 229, stk. 1.

Henvisningen til reglerne om ledelsen omfatter »med de formandte tempele, ser», jf. SL § 219, stk. 1, alle de regler i selskabsloven, som fastlægger ledelsens opgaver og pålægger den specielle pligter, dvs. nævntlig reglerne i selskabslovens kapitel 7 om selskabets ledelse. Af regler, der umiddelbart lader sig overføre, kan nævnes SL §§ 113 om spekulationsforretninger, 134 om underretningspligten i koncernforhold og 131 om ledelsens habilitet. Af bestemmelser, hvor »tempele» er fornødne, kan nævnes SL §§ 122 og 123 om valg af formand for bestyrelsen og afholdelse af møder i bestyrelse og tilsynsråd. Disse regler finder selvagt kun anvendelse, hvis der er valgt flere likvidatorer. Det samme gælder andre regler, som vedrører arbejdet i bestyrelse og tilsynsråd, jf. §§ 124-126. Bestemmelsen i SL § 128 om forhandlingsprotokol medfører næppe en obligatorisk pligt til at føre protokol over tagne beslutninger, når der er tale om en enelikvidator. Hvor der er flere likvidatorer, er det dog praktisk at fastholde de i fællesskab trufne beslutninger ved protokoller. Også enelikvidators beslutninger bør i rimeligt omfang protokolleres for at have den nødvendige dokumentation vedrørende likvidationens forløb. Eksempelvis resultatet af fordringers prøvelse, jf. SL § 221, stk. 3.

Henvisningen til legitimationsreglerne i SL § 135 og følgende indebærer, at generalforsamlingen kan fastsætte sterlige regler om tegningsretten, hvis der er flere likvidatorer. Vedrører generalforsamlingen ikke sådanne tegningsregler, bliver en enelikvidator ved anmeldelsen til Erhvervsstyrelsen tegningsberettiget. Hvis der er flere likvidatorer, har likvidatorerne i forening eller hver likvidator tegningsret, hvis man overfører bestemmelsen i SL § 135, stk. 2, direkte. Det er dog uklart, om denne regel direkte lader sig overføre. Der bør derfor træffes bestemmelse om tegningsretten i forbindelse med likvidatorernes valg eller udnævnelse.<sup>25</sup>

Bestemmelsen i AL § 64 om ledelsens aflønning med tantieme kan ikke anvendes på likvidatorer. Likvidatorers aflønning vil, hvis likvidator, som det oftest er tilfældet, er advokat, blive beregnet efter de salgetakster, der gælder herfor.

#### 16.4.5.2. Regnskaber

Bestemmelser om regnskaber under likvidation findes i ARL § 139, jf. SL § 219, stk. 3, og § 224, stk. 2. Reglerne omfatter to regnskaber, nemlig et afsluttende regnskab samt et eller flere regnskaber under likvidationens forløb.

25. Jf. nærmere Lynge Andersen og Schoumburg-Müller, Tegning og fuldmagt, p. 58 f. og 78. Sm. Schoumburg-Müller og Werkhoff, Selskabsloven, 3. udg., 2020, p. 1147.

Som grundlag for likvidationen skulle likvidator nemme sig gøre op til at udarbejde et åbningsregnskab (indledende regnskab) indeholdende en resumé over tiden fra udinbet af det sidste regnskab til og med likvidationen og en balance på det sidstnævnte tidspunkt, jf. de nu opgængne regler i AL § 122, stk. 1, og Apl. § 55. Det kan fortsat være hensigtsmæssigt at udarbejde et åbningsregnskab, men dette betur nu på selskabets og likvidatorens løn, og indholdet er ikke lovbundet.<sup>26</sup> Ansvaret for selskabets drift i perioden indtil likvidationen påhviler den afgjorte ledelse. Et eventuelt regnskab kan deraf udtares på grundlag af det følgende regnskabsmateriale. Regnskabet må i øvrigt udarbejdes under hensyntagen til, at selskabet skal likvideres, og det særlige formål med opstilling af åbningsregnskabet, nemlig at kunne tage stilling til likvidationens videre forløb.

Likvidationsbeslutningen giver sig naturlig udtryk i forbindelse med vediantsættelsen af selskabets aktiver. Selv om der er tale om en solvent likvidation, og selskabet deraf efter omstændighederne kan foretage en nøyagtig og demmed mere hensigtsmæssig afvikling, giver den stvangsmæssige realisation alligevel anledning til justeringer af selskabets værdier, i almindelighed i uedragtende retning. Aktiverne må (ned)justeres til den værdi, som de vurderes at ville indbringe under likvidationen. Dette følger af, at det særlige formål med dette regnskab er at give kapitalejerne og likvidator mulighed for en boets stilling og danne sig et sken over likvidationens resultat. Optimalens resultat kan være afgørende for, om der bør indgives konkursbegæring med de deraf følgende retsvirkninger. Likvidationsboets medkommender vil blive tab, hvis boet senere viser sig insolvent. Efter omstændighederne vil likvidator kunne ifalde et strafferetligt eller erstatningsretligt ansvar for åbenbart for høje vurderinger. På den anden side anføres ofte,<sup>27</sup> at en lav vurdering i sig selv kan være medvirkende til, at det pågældende aktie ikke indbringer mere, end det er sat til. Hvorvidt der er en realitet i dette synspunkt, bør bl.a. på, hvorledes en eventuel status er opstillet. Årsregnskabsloven er det naturlige udgangspunkt for et eventuelt åbningsregnskab, men selskabet og likvidator kan selv vælge (evt. efter krav fra kreditorerne), om et evt. åbningsregnskab skal opfylde årsregnskabslovens krav. Hvis årsregnskabsloven følges, må de almindelige bestemmelser, der tager sigte på en virksomhed i drift, fraviges for et selskab i likvidation, jf. herved fravigelsesreglen i års-

26. Såfremt der ikke er aflagt årsrapport for det næste forståede regnskabsår, må likvidator også sørge for, at en sådan aflagges og godkendes af kapitalejerne. Hvis det i øvrigt er hensigtsmæssigt, kan likvidationen vedtages til udgangen af et regnskabsår, alledeles at årsrapporten kan bruges som grundlag for likvidationens påbegyndelse.
27. Se således Gomard, Likvidation, 1975, p. 58 f.

## Kapitel 16. Ophør og strukturændringer

regnskabslovens § 11, stk. 3. Ifølge ÅRL § 13, stk. 1, nr. 4, skal driften af en aktivitet formodes at fortsætte (going concern), medmindre den ikke skal et. Det antages at kunne fortsætte. Hvorvidt der er grund til en fravigelse, må bl.a. vider på, hvor presserende likvidationen er. Kører selskabet med tab, og aker likvidationen for at standse aktiviteten, for alt er tabt, bør der snarere ske en fravigelse end i tilfælde, hvor selskabet er åbenbart solvent og kan afvikles inden tidspres og helt eller delvist i drift.

Selskabsloven indeholder ikke en til konkurslovens § 110 svarende bestemmelse om registrering og vurdering af boet. Likvidator er pligtig og berettiget til at foretage en sådan, hvis det er nødvendigt for at få en holdbar oversigt over selskabets aktiver og passiver.<sup>28</sup> Efter at pligten til at lave og indsende et revideret årlingsregnskab er ophævet, hviler ansvaret for at skaffe den nødvendige oversigt alene på selskabet og likvidator.

Under likvidationen omfattes selskabet stadig af årsregnskabslovens bestemmelser, herunder revisionsbestemmelserne i årsregnskabslovens kap. 17. Likvidator må derfor som nævnt udarbejde en normal årsrapport for det løpende regnskabsår, såfremt den hidtidige ledelse ikke har udarbejdet en sådan. Ligeledes skal der under likvidationens forløb udarbejdes sædvanlige årsrapporter med skyldig hensyntagen til, at selskabet er under likvidation. Disse rapporter skal revideres i det omfang, det kræves efter ÅRL § 135, godkendes af kapitalejerne på en generalforsamling samt indsendes til Erhvervsstyrelsen efter årsregnskabslovens § 138. Selskabslovene foreskriver ikke nyvalg af revisor i anledning af likvidationsbeslutningen. Selskabets revisor fortsætter derfor under likvidationen, medmindre der vælges en ny revisor, jf. revisorlovens § 18.

Årsregnskabsloven indeholder ikke bestemmelser, som fraviger de krav, som i øvrigt stilles til årsrapporter for så vidt angår selskaber under likvidation. Årsrapporten skal derfor omfatte de sædvanlige dele, ledelsespåtegning, balance, resultatopgørelse evt. pengestreamsopgørelse og noter. Hvis det likviderende selskab er et moderselskab, også et koncernregnskab, hvis et sådant er påkrævet efter reglementet herom.

Likvidationen afsluttes på grundlag af et endeligt likvidationsregnskab, jf. SL § 224, stk. 2. Likvidator udarbejder dette regnskab, når bobehandlingen er færdig, dvs. når aktiverne er realiseret, kreditorerne betalt og overskuddet udhodet til aktionærerne. Regnskabet skal godkendes af kapitalejerne på en afsluttende generalforsamling og derefter indsendes til Erhvervsstyrelsen som bilag til anmeldelsen med henblik på selskabets udslettelse af registret. Regn-

28. H. Gersted, Likvidation, 1961, p. 36 f.

selskabet skal revideres, hvis selskabet er undergået teknisktlig. Konkursperioden for det endelige likvidationsregnskab er en periode fra den sidste Årsrapport eller fra likvidationens indtræden til dens afslutning.<sup>29</sup>

#### 16.4.5.3. Afsviklingen af gælden

Likvidator skal betale selskabets gæld. For at få en sikker opgørelse af gælden skal likvidator, så snart han har anmeldt beslutningen om likvidation, indkalde selskabets kreditorer, jf. SL § 221. Indkaldelsen skeer ved offentliggørelse i Erhvervsstyrelsens IT-system. Indkaldelsen skeer med 3 minutter varsel, og boet må ikke optages til slutning, før denne frist er udløbet, jf. SL § 221, stk. 2. Indkaldelsen må foreuden hovedfirmaet tillige omfatte eventuelle bifirmaer, der er anmeldt til Erhvervsstyrelsen. Samtidigt meddeles om likvidationen skal samtidig tilsendes alle kendte kreditorer.

Krav, som er en følge af likvidationsboets egne rettigheder, skal ikke anmeldes. Det er kun »selskabets kreditorer», der indkaldes. I øvrigt bør alle krav anmeldes, såvel almindelige pengekrav som ejendomsmæglerer og begrænsede tingslige rettigheder, for at boet kan gøres rigtigt op og for at hindre, at likvidator eventuelt disponerer over aktiverne, hvoraf eksemptionskonflikter kan opstå.

Indkaldelsen af kreditorer er ikke præklusiv. Fordringer, der anmeldes efter indkaldelesfristens udløb, må også betales, så lenge der findes midler i boet, jf. SL § 221, stk. 4.

Udlodning af likvidationsprovenu til kapitalejerne må ikke ske, før indkaldelesfristen er udløbet, og gælden er betalt, jf. SL § 223, stk. 1. Inden der foretages udlodning, må likvidator tillige betale kendt, men ikke anmeldt gæld.

Likvidator behøver ikke at vente med udlodning, til likvidationsbehandlingen er færdig. § 223, stk. 2, tillader, at der foretages acontoudlodning, såfremt proklamafristen er udløbet, kreditorernes krav er indfriet, og der stilles betryggende sikkerhed i form af bankgaranti eller tilsvarende. Er de nævnte betingelser ikke opfyldt, kan acontoubetaling kræves tilbage efter reglen i SL § 194, stk. 1, ligesom likvidator kan blive erstatningsansvarlig efter SL § 194, stk. 2.

Krav, som først fremsættes, efter at udlodning er sket i overensstemmelse med § 223, kan ikke kræves opfyldt af kapitalejerne, jf. U 1992.640 V. Udmeld

29. Se om Erhvervsstyrelsens praksis nærmere, Lars Borch og Søren Corfitzen Whitt, *Selskabsloven*, 3. udg., 2018, p. 1021. Hvis selskabet ikke har haft nogen aktiviteter, men alene et indestående på en bankkonto, har Erhvervsstyrelsen i konkrete tilfælde accepteret, at det afsluttende regnskab erstattes af en erklæring om, at intet er sket i den sidste Årsrapport.

odningen er sket i overensstemmelse med loven, jf. herved reglen i SL § 114.<sup>30</sup> Når den endelige udlodning har fundet sted, sker der en faktisk præclusion af fordringen, medmindre der senere findes yderligere aktiver, der kan fordeles ved en reassumption af boet efter SL § 235.

Likvidator skal *prøve de anmeldte fordringer* og enten anerkende dem som anmeldt eller afvise dem, helt eller delvis. Hvis fordringen ikke anerkendes som anmeldt, skal der efter SL § 221, stk. 3, gives kreditor særskilt underretning herom ved anbefalet brev eller lign. med tilkendegivelse af, at han, såfremt han ønsker at anfægte afgørelsen, må indbringe spørgsmålet for skif. teretten inden fire uger fra brevets afsendelse. Fristen er præklausiv, jf. U 1961.525 H. Se også U 1981.703 om udvidelse af påstanden. Kun en meddelelse, der opfylder kravene i § 221, stk. 3, får fristen til at løbe; smt. herved U 1977.980 SH vedrørende 1930-lovens § 65, stk. 3. I dommen regnedes fristen fra det tidspunkt, hvor der forelå en klar bestridelse af kravet. Fireugen-fristen må formentlig også gælde i tilfælde, hvor et krav anmeldes efter praklamafristens udløb. Se derimod U 2008.1993 H om et krav, der stattedes på erstatningsretlige regler. Reglen i § 221 er temmelig restriktiv over for kreditorerne i et solvent selskab. Hensynet til en hurtig afvikling af boet gør sig heller ikke så sterkt gældende ved de solvante likvidationer.<sup>31</sup>

En kreditor kan uden at afvente fordringens prøvelse anlægge sag mod boet vedrørende sit krav, hvis dette er forfaldent, og hvis han ikke finder, at likvidators behandling af fordringerne sker tilstrækkeligt hurtigt. Vedtagelsen af likvidationen gør ingen ændring i selskabets retsforhold, jf. nedenfor, og kreditorene kan derfor forfølge deres krav på samme måde som hidtil.

### 16.4.5.4. Realisering af aktiverne

Likvidationen indebærer en realisering af selskabets aktiver og en omsætning af disse til pengebeløb. Likvidators indsats for at opnå den gunstigst mulige realisation er helt afgørende for likvidationens resultat. Likvidator må afvikle boet bedst muligt og disponere uden at påføre boet unødig eller uberegnet risiko. Da generalforsamlingen fortsat virker, kan likvidator, i det omfang han finder forneden, sikre sig kapitalejernes tilslutning til konkrete eller generelle spørgsmål vedrørende likvidationens gennemførelse.

30. Hvis kapitalejeren kendt kravet og således er i ond tro, må kapitalejeren måske dog betale tilbage, jf. finansieringsvis U 1992.640 V. Cf. derimod nedenfor om udtalte skattekrav, jf. selskabskontrollvens § 33.
31. Bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 339 antyder, at fristen på fire uger – det er notsat fra tre måneder – svaret til en tilsvarende notsatelse af fristen efter konkurslovens § 133, stk. 1, og at denne fristnotsatelse ikke har givet problemer.

Likvidator bestemmer selv den mest egne udgangssted. Tidig kan der under hænden eller ved frivillig auktion.<sup>32</sup> Ved salget må eventuelle respektører over boets aktiver respekteres fuldt ud. Salget kan kun ske i det omfang og på en måde, som er forenelig med indholdet af disse respektører.

Afviklingsmåden påvirkes af, i hvilket omfang likvidatorns videnhedsniveau føres under likvidationen. Under en solvent likvidation kan videnhedsniveauet fortsætte uforandret med samlet salg for øje. Det er ikke nogen teknisk tidsmessig grænse for likvidationens varighed, men vidensfaldet af selkøber i urimelig lang tid, uden at der tages skridt til at afvise videnheden, kan hindres ved at pålægge likvidator tvangsbøder efter SL § 366, stk. 2.

#### 16.4.5.5. Udlodning og udbytte

Udlodning af likvidationsprovenu til kapitalejerne kan som nævnt ovenfor først foretages, når indkaldelsesfristen er udløbet og gælden betalt, jf. SL § 223.

Hvis kreditorer har rejst sag mod boet til anerkendelse af fortrinser, må likvidator ved udlodninger tage hensyn til, at disse krav eventuelt skal deklares. Afslutningen af bobehandlingen må ikke ske, før alle tvister med kreditorerne er afgjort jf. § 224. Nyt er, at likvidationsprovenuet kan odloddes før afslutningen af bobehandlingen efter reglerne om acontoudlodning i SL § 223, stk. 2, jf. straks nedenfor.

Ved mange solvente likvidationer står det hurtigt klart, at der er betydelige likvide midler, som uden risiko kan udbetales til aktionærerne. Tidligere har der ikke været hjemmel til at udbetale disse midler, for prøfmafristen er udløbet og gælden betalt. Hvis der er sket acontoudbetaling, er dette foregået på likvidators ansvar. Der er nu hjemmel til at udbetale midler til kapitalejerne både ved at udlodde *udbytte* og ved *acontoudlodning*. Efter bestemmelser i SL § 222 kan generalforsamlingen vedtage at uddelte udbytte – såvel ordinært som ekstraordinært. Der var i aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven inddsat en række garantier for, at adgangen til at udbetale udbytte ikke misbruges. Efter selskabslovens § 222 henvises blot til de almindelige regler om udbytte og ekstraordinært udbytte i SL §§ 180-183 og § 194.

De omfattende garantier efter de tidligere regler understregede, at likvidator nu måtte vurdere, bl.a. om der var væsentlig risiko for, at der kunne fremkomme krav, som skulle dækkes, eksempelvis i form af miljøansvar eller lignende. Bemærkningerne til loven understregede, at likvidator var erstat-

32. Om frivillige auktioner se Gomarz, Fogedret, 4. udg., 1997, p. 265 f. Jf. herved lov. bkg. nr. 191 af 9. april 1986 om offentlig auktion ved auktionssledere § 1.

## Kapitel 16. Ophør og strukturændringer

ningsansvarlig efter en culpabedømmelse. Selv om de specielle garantier er erstattet af en henvisning til de almindelige regler, må det anførte stadig gælde. SL § 223, stk. 2, giver adgang til at foretage acontoudlodning på nærmere angivne betingelser, jf. foran i afsnit 16.4.5.3. I et vist omfang vil likvidator og selskabet således kunne velge mellem udbetaling i form af udbytte eller acontoudlodning. Såvel betingelserne som konsekvenserne er noget forskellige. For kapitalejernes vedkommende gælder således, at tilbagebetaling af udbytte kun kan kræves, hvis kapitalejeren var i ond tro, jf. § 194, stk. 1. Acontoudlodning er yderligere betinget af, at der stilles betyggende sikkerhed for kreditorenes krav, f.eks. ved en bankgaranti.

### 16.4.5.6. Den tidlige ledelses eventuelle erstatningsansvar

Ved et selskabs likvidation vil den hidtidige ledelses dispositioner blive taget op til ny bedømmelse i lyset af selskabets nuværende situation. En lang række domme illustrerer, at et selskabs ophør hyppigt giver anledning til, at ansvarsproblemene kommer frem. De fleste af disse sager har imidlertid vedrørt ophør ved konkurs. Ved konkurs bører det til kurators forpligtelser at vurdere, om den tidlige ledelse har pådraget sig erstatningsansvar i forhold til selskabet, jf. også reglen i KL § 110. Ved solvent likvidation ses ikke så hyppigt ansvarssager mod den tidlige ledelse. Dette er der flere grunde til. Bl.a. er kreditorenes tab ved den insolvente oplosning jo dokumenteret ved selve oplosningen, ligesom kreditorene formentlig vil være mindre tilbageholdende med sagsanleg end selskabets aktionærer, som selv har valgt ledelsen og måske mere eller mindre har sanktioneret ledelsens politik.

Bedømmelsen af et muligt ansvar må tage udgangspunkt i ledelsens situation på tidspunktet for dispositionens foretagelse. Det er ikke afgørende, at udviklingen senere har vist, at dispositionen faktisk var forkert, men derimod hvilke muligheder ledelsen havde for på daværende tidspunkt at forudse dette.

Beslutningen om at anlægge sagsmål mod den tidlige ledelse træffes af generalforsamlingen, jf. SL § 364, jf. § 219. Likvidator har ingen selvstændig beføjelse til at anlægge sag. En naturlig anledning til at overveje ansvarsspørgsmålet vil være udarbejdelsen af et eventuelt åbningsregnskab. Hvis likvidator, efter de undersøgelser han foretager i forbindelse med sin tiltredelse eller senere, finder, at der kan blive tale om ansvar, må han sørge for, at dette spørgsmål forelægges en generalforsamling til beslutning.

Hvis generalforsamlingen allerede har taget stilling til ansvarsspørgsmålet, gælder reglen i SL § 364, stk. 2, jf. herom foran i kap. 14.1.5.

### 16.4.5.7. Likvidatorens ansvar

Likvidator er *erstatningansvarlig* for den skade, han udøver på sine bindelser med afviklingen. Ansvarsgrundlaget er *culpae in contrahendo*, jf. SL § 194, ligesom vedvarende selskabets ledelse i øvrigt. I den trykte domspræcis findes kun et par udløbere om ansvar for likvidator, se U 1946, 120 H og hz. T. 1932 p. 246 samt den frisindende – men udeladte – dom i U 1959 M 11. Det må herved erindres, at likvidator i de solvente selskaber kan tage sig *ansvarsfrihed* ved at opnå tilslutning til sine dispositioner hos generalforeningen. Dette gælder dog ikke vedvarende udloshedning af udbytte og likvidationsopgave nu, hvor selskabsloven særligt understreger likvidators *goldkasseansvar*, jf. SL §§ 179, stk. 2, og 194, stk. 2. Hvor likvidator er afviklet, må ansvars (ørlige) bedømmes efter ansvarsreglen i den særlige udformning, som benyttes *professionalsansvaret*.<sup>33</sup>

Likvidator kan ifalde *strafansvar* for manglende overholdelse af sine pligter, jf. nærmere SL §§ 366 og 267 samt foran i kap. 14.

### 16.4.6. Likvidationens indflydelse på selskabets retsforhold

Likvidationen medfører ingen ændringer i boets retsforhold. Likvidationen må opfylde alle selskabers forpligtelser til rette tid og på rette måde. Likvidationen bringer ikke i sig selv krav mod selskabet til at forfalde. Vedtagelse af likvidation kan dog udgøre en sådan bristende forudsætning i et skyldforhold, som giver medkontrahenten ret til at bringe skyldforholdet til opbet og evt. kreve erstatning herfor. Vedtagelse af likvidation vil efter omstændighederne være mislygholdelse af et kontraktsforhold.<sup>34</sup> Likvidationen berettiger ikke selskabet til at frigøre sig for forpligtelser eller opsigte vedvarende retsforhold med kortere varsler end ellers. Der gælder således ingen regel svarende til KL § 61, stk. 1, om konkursregulering. Boet kan ikke afslutes, før alle kendte forpligtelser er afviklet, da der efter likvidationen ikke mere er nogen, der haftet for selskabets forpligtelser.

Selskabets personale må opsiges med kontraktmæssigt varsel. Særligt for direktoren gælder, at likvidator træder i hans sted, og at han derfor må fratræde ved likvidationen. Selskabet må som udgangspunkt betale direktoren løn ifølge de opsigelsesregler, som direktorkontrakten måtte indeholde. Bestemmelser om længere tids uopsigelighed vil dog kunne modificeres under hen-

33. Jf. herom A. Vinding Kruse, *Advokatansvaret*, 6. udg., 1990, Sammehus og Segund, Rådgiveransvaret, 1993, Søren Halling Overgaard, *Advokatansvar*, 3. udg., 2010, og Lars Bo Langsted, *Rådgivning*, 2004, samt Mads Bryde Andersen, *Advokaten*, 2005.

34. Jf. også Gomard/Schoumberg-Müller, *Kapitalselskaber*, 8. udg., 2015, p. 554.

## Kapitel 16. Ophør og strukturændringer

syn til, at direktøren får sin arbejdskraft frigjort. Dette skete dog ikke i U 1975.97 H (U 1975B, p. 122).<sup>25</sup>

Konkursregleme er udført bl.a. ud fra et hensyn til, at boet kan afsluttes inden for en rimelig tid. Også solvente boer har en interesse i, at boet kan afsluttes så hurtigt som muligt. Selskabsloven indeholder imidlertid ingen særlige regler herom. Problemer kan bl.a. opstå med betingede eller uvisse fordringers afslutning. Med hensyn til betingede krav må boets afslutning vente, til det er afgivet, om kravet kommer til eksistens.

Også betingede fordringer skal anmeldes, og likvidator må afsætte beløb til dækning heraf, forinden udlodning foretages, jf. SL §§ 222 og 223 og foran; sml. også KL § 147, stk. 2. Mere tvivlsomt er, hvorledes der skal forholdes med *uvisse krav* som f.eks. eventuelle erstatningskrav i anledning af mangler ved solgte varer, opførte bygninger m.v. I konkurs kan sådanne krav ikke uden videre gøres gældende, medmindre der er givet særlige garantier, sml. højesteretsdommen i U 1974.371 H.<sup>26</sup> Ved en solvent likvidation må det som udgangspunkt gælde, at selskabet ikke skal kunne ryste besværlige forpligtelser af sig gennem en likvidation; sml. herved U 1992.640 V.<sup>27</sup> I almindelighed vil en likvidation være så længe, at 2-Årsfristen for at gøre sædvanligt mangelsansvar gældende efter Kbl. § 54, jf. Kbl. § 83, er overskredet, således at problemet begrænses til de særlige garantitilfælde. Navnlig i disse tilfælde, men formentlig også i øvrigt hvor sandsynligheden for, at der vil fremkomme krav, er nogenlunde stor, bør beløb holdes tilbage til dækning af sådanne krav.<sup>28</sup> U 1992.674 V om likvidation af et byggefirma strider ikke mod det anførte. Sagsøgerne – en række ejere af nyopførte huse – ønskede hensat beløb til imødegåelse af mangler inden for den 20-årige forældelsesfrist. Det var ikke under sagen dokumenteret, at der havde været mangler ved husene

5. Sml. herved U 1922 p. 114, og Gomard, Aktieselskabaret, 1970, p. 308 (maks. 9-12 måneders løn).

6. Jf. om retsstillingen ved konkurs nærmere Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørbaek, Konkursloven, 14. udg., 2018, p. 875 f.

7. Dommen staterede, at en anpartshaver, der i god tro havde modtaget udlodning fra det likviderende anpartsselskab, ikke havfede for et uafkøbt krav imod anpartsselskabet vedrørende mangler ved et hus, som selskabet havde bygget. SL § 194 om tilbagebetaling kan ikke anvendes i en sådan situation, da der ikke er sket udbetaling »i strid med bestemmelserne i denne lov«. Jf. herved kritisk om dommen Noe Munck og Lars Hedegaard Kristensen, Selskabsformerne, 6. udg., p. 344.

8. I Gomard/Schaumburg-Müller, Kapitalelskaber, 8. udg., 2015, p. 554, siges det mere uforbeholdent, at »i øvrigt må likvidator hensætte de formodede midler til betaling af krav som ikke er aktuelle eller som er uvisse«. Sml. Frits Hansen og Krenschel, Kapitalelskaber, 5. udg., 2019, p. 753 f.

eller forelagt oplysninger, der indikerede, at der senere ville vise sig mangler, til hvert fald under disse omstændigheder» fandtes de nævnte fordringer af U 2005.1151 H om tøven med at indlede en voldsgiftsaag. Dømmen er omfattet foran i kap. 14.1.3.4. Noget andet er, at boets endelige afslutning selvfølgelig ikke skal vente, til en eventuel langvarig garantiperiode er udløbet. Hvis ikke forpligtelsen kan elimineres ved en forsikringsgaranti eller lignende, bør Fazhervsstyrelsen formentlig anerkende, at selskabet slettes, mod at et passende beløb deponeres.<sup>39</sup>

#### 16.4.7. *Boets slutning*

Når udlodning er foretaget til kapitalejerne, og eventuelle viser er afgjort, kan bobehandlingen afsluttes. Boet afslutes med, at det endelige likvidationsregnskab, som viser, at gælden er betalt, og udlodning er sket, fremlægges til godkendelse på en generalforsamling, jf. også U 2017.2663 V vedrørende en tvangssoplösning. Efter at det endelige likvidationsregnskab er godkendt, skal likvidator inden to uger anmeldte selskabet til udslettelse hos Erhvervstyrelsen, jf. SL § 224, stk. 2. Det er forekommeligt, at fuldstændig udlodning ikke kan ske, fordi ikke alle aktionærer melder sig, eller aktiebreve (nu ejerbeviser jf. SL § 60) er bortkommet, således at aktionären ikke kan dokumentere sin berettigelse. Selskabet kan da slettes af registret, såfremt de pågældende beløb deponeres i henhold til deponeringsloven af 1932.

Likvidationen sluttet, hvis selskabet tages under rekonstruktions- eller konkursbehandling, jf. foran under 16.3.3.

#### 16.4.8. *Genoptagelse af virksomheden*

Hvis det under likvidationen viser sig, at de forhold, som har medført likvidationen, ikke længere foreligger, kan likvidator indkalde til en generalforsamling, der skal tage stilling til, om likvidationen skal hæves og selskabet træde i virksomhed på ny, jf. SL § 231. Reglen i § 231 kan anvendes både i de tilfælde, hvor likvidationen har været pligtmæssig, og hvor der har været tale om en frivillig likvidation. I de sidstnævnte tilfælde må den forstås som en pligt for likvidator til at give kapitalejerne lejlighed til at tage stilling til muligheden for at fortsætte virksomheden, når en sådan måtte forelægge.

39. Sm. herved om praksis vedrørende et eventuelt skatetilsvær. Det tillades, at skatetilsvaret deponeres hos likvidator.

Genoptagelse kræver, at selskabskapitalen nedskrives til det beløb, der er i behold, og at dette beløb mindst svarer til minimumskapitalen.<sup>40</sup> Der skal udarbejdes en særlig erklæring om, at kapitalen er til stede. Selskabskapitalen skal nedskrives til det beløb, der er i behold. Selskabsloven indeholder ikke særlige regler om, hvorledes det opgøres, hvilket beløb under er i behold. Opgørelsen skal formentlig følge principperne i årsregnskabsloven, og således at den fulde selskabskapital er intakt. Det er dog ikke til hinder for genoptagelse, at selskabskapitalen ikke er fuldt indbetalt, jf. SL § 33.

Adgangen til at ophæve likvidationen gælder efter SL § 231 kun under likvidationen. Efter selskabets afnældelse i Erhvervsstyrelsens IT-system er genoptagelse af virksomheden efter bestemmelsen udelukket. Genoptagelse kan i så tilfælde kun ske efter de særlige regler om reassumption i SL § 235, jf. straks nedenfor. Genoptagelse er udelukket, så snart der er foretaget udlodning i boet, jf. § 231. Dette har tidligere været omdiskuteret, men fremgår nu direkte af bestemmelsens ordlyd. Selskabskapitalen skal være til stede. Der skal ikke alene være fuld dækning for kreditorerne, men også for minimumskapitalen. Kapitalen skal nedskrives til det beløb, der er i behold.

SL § 231 udelukker efter sin ordlyd kun genoptagelse, hvis udlodning er påbegyndt. Modsetningsvist udelukker udbetaling af udbytte efter § 222 ikke, at selskabet genoptager sin virksomhed.

Nedskrivningen af kapitalet kræver ikke indkaldelse af kreditorerne efter reglen i SL § 192.

Beslutningen om genoptagelse tages af en generalforsamling med det i § 106 nævnte flertal, dvs. flertal som til vedtægtsændring. I forbindelse med vedtagelsen skal der vælges bestyrelse (ledelse) og revisor.

Beslutningen om genoptagelse skal anmeldes senest 2 uger efter beslutningen. Anmeldelsen skal vedlægges en særlig erklæring fra en godkendt revisor om, at der ikke er ydet lån m.v. til selskabsdeltagerne i strid med lovens kap. 13. Dette er kodificering af Erhvervsstyrelsens praksis.

Om genoptagelse i forbindelse med tvangstoplosning, se nedenfor i punkt 16.4.10.

### 16.4.9. Reassumption

SL § 235 giver hjemmel til, at bobehandlingen kan genoptages (reassumes), såfremt der efter selskabets udslettelse i Erhvervsstyrelsens IT-system fremkommer yderligere midler, eller der i øvrigt er anledning dertil. Reassumptionsprincippet er et teknisk instrument til at undgå at selskabets kapital bliver udelukket ved selskabets opløsning.

40. Sker der samtidig omdannelse af et aktieselskab til et afdelingselskab, nedsættes kravet til selskabslovens minimumskrav på 40.000 kr.

Reassumption kan ske for at berigte forhold, som måtte være overværet under en likvidation eller opfør ved betalingserklæring, jf. § 216. Boet kan f.eks. have forsømt at skaffe køberen af boets aktiver formoden legitimation, således at køberen kan sælge aktiverne videre. Det kan også tankes, at der voresag et stamningskrav, som kan rejses af boet, jf. U 1998 629 H. Reassumption kan også skifternettens godkendelse. Godkendelse blev neget i U 2064 2199 O, hvor et anpartsselskab ønskede en bobehandling genoptaget for at kunne gennemtræde som komplementar i et kommanditselskab med henblik på at sikre kommanditskabet rets- og partsevne. Genoptagelse sker normalt ved den tidligere likvidator.

Fremkomne midler deles naturligvis forholdsudmættigt mellem de tidlige kapital ejere.

En reassumption kan ikke benyttes som grundlag for at lade selskabet tage del i virksomhed på ny efter SL § 231.

#### 16.4.10. Tvangsoplosning

Overskriftten til selskabslovens kap. 14 er »Kapitalselskabets oplosning». Der er to oplosningsmåder. Oplosning sker *materielt* enten efter reglement om selvent likvidation (samt oplosning på grundlag af betalingserklæring) eller efter reglement om konkurs. Der er derimod tre oplosningsmodeller: Fremtidig likvidation (inkl. betalingserklæring) efter de ovenfor gennemgåede regler, tvangsoplösning på foranledning af Erhvervsstyrelsen efter den særlige procedure i SL § 225 og følgende og konkurs.

Selskabslovens regler om tvangsoplösning viderefører i store træk de hidtidige regler i aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven.<sup>41</sup>

Ovenfor under 16.4.2 er givet en oversigt over de tilfælde, hvor oplosning af selskaber er påbuddt i lovgivningen eller selskabets vestegn. Tvangsoplosning anvendes som nævnt dels som middel til at fremvinde overholdelse af selskabslovenes forskrifter, jf. således bl.a. SL § 225 om modtagelse af årsrapporter, mangler ledelse, revisor m.m., dels udgør den et nødvendigt middel til at få renset registret for selskaber, som reelt ikke eksisterer mere. Hverken kreditorer eller selskabet selv har i almindelighed interesse i at gennemføre en konkursbehandling, såfremt selskabet ikke har aktiver, der kan dække omkostningerne.

SL §§ 226 og følgende indeholder reglerne om fremgangsmåden ved tvangsoplösning. Tvangsoplosning sker efter anmodning fra Erhvervsstyrelsen.

41. Om tvangsoplösning af aktie- og anpartsselskaber se nærmere Torben Kajd Hansen og Lars Lindencrone Petersen, Insolvensprocesset, 4. udg., 2020. En redegørelse vedrørende tvangsoplösning ved skifternet findes på [www.domstol.dk](http://www.domstol.dk).

en eller retten (ved oplosning efter SL § 230). Erhvervsstyrelsens beslutning om at kreve oplosning er efter bestemmelserne i § 227 endelig. Beslutningen kan ikke indbringes for Erhvervsankenrevnet, jf. SL § 371. Den kan heller ikke prøves i forbindelse med skifterettens behandling af styrelsens oplosningsbegæring, jf. U 1992.314 Ø og U 2000.1005/1 Ø. Lovligheden af styrelsens beslutning kan dog prøves af domstolene, jf. herved U 2000.738 Ø om et advokatanpartsselskab. En sådan sag skal anlægges mod Erhvervsstyrelsen, jf. U 2009.14 V. Tvangslikvidationen kan afværget, også efter at selskabet er begæret oplost ved skifteretten, såfremt de forhold, der har fremkaldt begæringen, berigtiges, jf. § 232, stk. 3. Det er ligeledes en betingelse, at selskabet har afleveret årsrapport for det regnskabsår, hvor videresendelsesfristen er udløbet. Hjemlen hertil er SL § 232, jf. § 231 om genoptagelse af selskabets virksomhed. Der påbinder skifteretten en pligt til at vejlede selskabet om muligheden for genoptagelse. Tvangsoplosningen kan ikke gennemføres, før denne pligt er opfyldt, jf. U 1997.519 Ø. Har skifteretten udnevnt en likvidator, skal denne samtykke til genoptagelsen, jf. § 232, stk. 4.

Tvangsoplosningen forestås af skifteretten på selskabets hjemsted. Skifteretten må indledningsvis på basis af tilgængelige oplysninger fra Erhvervsstyrelsen og fra selskabet tage stilling til, om selskabet kan oploses som solvent, eller om selskabet må betragtes som insolvent. Det er praksis, at skifteretten indkalder en representant for selskabet til møde, inden der træffes dispositioner i anledning af en begæring om tvangsoplosning. Dette var ikke sket i sagen, der er gengivet i U 2006.1920 V. Sagen blev deraf henvist til formel behandling ved skifteretten. Der kan dog tenkes tilfælde, hvor det er påkrævet, at skifteretten straks træffer afgørelse om likvidation uden forudgående underretning, jf. således U 2007.1435 Ø. Også U 2007.2297 Ø godkendte, at skifteretten havde undladt at indkalde selskabets ledelse til møde, idet Landsretten bemærkede, at skifterettens praksis om at indkalde selskabets ledelse til møde ikke er en lovmæssig pligt, men alene begrundet i hensynet til at tilvejebringe oplysninger om selskabets forhold.

Beslutningen om tvangsoplosning offentliggøres i Erhvervsstyrelsens IT-system. Samtidig slettes selskabets ledelse som tegningsbereitignet i selskabet. Efter at Erhvervsstyrelsen har truffet beslutning om en tvangsoplosning, kan der ikke foretages registreringer vedhørende selskabet, bortset fra dem, der er opregnet i SL § 228.

Hvis selskabet utvivlsomt er solvent, udnevnes en eller eventuelt flere likvidatorer, og oplosningen finder sted efter de almindelige regler om likvidation, jf. SL § 227, stk. 3. Det er kun ganske enkelte eksempler på, at solvante selskaber er oplost af skifteretten. De solvante selskaber vil typisk

genest efter oversendelsen til skifternet betyder fratildeling som et  
vært oplossning.

Det er op til skifternet at beslutte processen i den enkelte selskab, om der skal afholdes møde med selskabets ledelse, jf. henvis til U 2007.1435 Ø.

Når bobehandlingen er afsluttet, skal skifternet udarbejde Enhvervstryrelsen om, at bobehandlingen er afsluttet. Henvisningen til, at de eksterne regler om likvidation finder anvendelse, indeholder bl.a., at den aktuelle regnskab skal være fremlagt og godkendt på en generalforsamling, U 2017.2663 V fastslog, at dette også gælder i forbindelse med tvangsopløsning af et solvent selskab.

Skifternetsoplosning anvendes således normalt over de involverede selskaber. Oplosningen sker i disse tilfælde efter reglerne om konkurs. Skifternet kan umiddelbart træffe afgørelse om konkurs, hvis det er klart, at selskabet er solvent. Ellers indgives konkursbegæring af den udnevnte likvidator ved indkaldelse af selskabets generalforsamling, jf. SL § 233, stk. 3.

Omkostningerne ved tvangsopløsningen betales så vidt muligt af selskabet. Hvis dette ikke er muligt, betales de af statskassen, jf. § 227, stk. 3.

En konkursrekvirent skal efter KL § 27 stille sikkerhed for opholdspriene ved boets behandling. Det kan derfor ikke undgås, at selskabets oplysninger om tvangsopløsning kommer til at virke således, at udgiftens til den endelige oprydning i og udslettelse af selskaber, som i forvejen er tætter for midler, kan vuckles over på statskassen, ved at det overlades til Enhvervstryrelsen at begære selskabet tvangslikvideret.<sup>42</sup> Særlig sådanne er dette nærliggende. En systematisk tilrettelagt tvangsopløsning kan være ansvarspligtig for selskabets ledelse og aktionærkreds. Er selskabet sendt til tvangsopløsning, først det ikke har midler og ikke har indsendt regnskaber, kan det være umuligt at danne sig et overblik over det forløb, der har ført til tvangsopløsningen. På baggrund af erfaringerne med selskabstumming gav AL § 118 a (Apl. § 67) Enhvervstryrelsen adgang til at udpege en selskabs- og regnskabskynlig, der havde til opgave at foretage en kritisk gennemgang af selskabets regnskabsmæssige og andre forhold. Denne bestemmelse er ikke videreført, men SL

42. Lars Bunch og Søren Corfuzen Whitt, Selskabsloven, 3. udg., p. 1022, lægger vægt på, at det er nødvendigt med en ordning, hvorfra statskassen deltar opholdspriene, således at en tvangsopløsning altid kan gennemføres, jf. også ovenfor nævnte initiativ iværksætterselskaber har i et ret betydeligt omfang måttet oploose ved tvangslikvidation. Dette var en af begründelsen for at afskaffe opholdspriene.

## Kapitel 16. Ophør og strukturændringer

227, stk. 3, giver (i stedet) skifteretten mulighed for at udnevne en revisor i et selskab under tvangsspølesning. Denne revisor kan enten være en afløser for den hidtidige revisor, supplement til en eksisterende revisor eller ny revisor, hvis selskabet ikke har en revisor.

### 16.5. Fusion

#### 16.5.1. Almindelig orientering

Ørhvervslivet må bestandig tilpasse sin struktur til forandringer i de ørhvervsmæssige betingelser. Et element i denne strukturtilpasning er virksomhedskoncentrationer, enten i form af et formaliseret samarbejde mellem selvstændige virksomheder, på aftalegrundlag i form af gensidige aktiebesiddelser (cross-holding), i form af koncerndannelse, eller ved en fuldstændig økonomisk og juridisk sammensmelting, en fusion.

Om en virksomhedsoverdragelse giver anledning til koncerndannelse, eller om overdragelsen skal fulbyrdes ved fusion, beror bl.a. på de skattemæssige betingelser for gennemførelse af fusioner. Efter fusionsskattelovens kapitel I kan fusioner gennemføres skattefrit på visse betingelser.<sup>43</sup>

Motiverne til fusioner er i svært forskellige. Fusioner kan være mere eller mindre planlagte. Typisk formodes sammenslutningen at medføre økonomiske fordele som følge af stordrift eller magtkoncentration. Ofte er motivationen præget af ledelsesmæssige forestillinger om sammenslutning som strategisk middel til opnåelse af vækst. Visse sammenslutninger er sket ud fra rent spekulative motiver, og også personligt prægede motiver (imperiebyggeri) spiller ind. Hyppigt er virksomhedsovertagelser og sammensmeltinger imidlertid rent situationsbestemte, fremkaldt af et overlevelsesproblem – økonomisk eller i forbindelse med generationsskifte – hos den overtagne virksomhed.<sup>44</sup>

43. Se nærmere feks. Aage Michelien m.fl., Lærebog om indkomstskat, 18. udg., 2019, p. 1064 f.

44. Se om fusioner, deres motiver og faktiske virkninger i danske virksomheder bl.a. Ole Ohlenichsager Madsens disputata, Virksomhedsovertagelser og fusioner i dansk industri, 1982, med henvisninger. Om udenlandske overtageelser af danske virksomheder se bl.a. Christian Estrup, Udlændets Overtagelser af Virksomheder i Danmark, 1989 og Kaj Kristiansen, Udenlandske etableringer i Danmark, 1998. Om danske etableringer i udlandet se bl.a. Jesper Strandskov, Studier i danske virksomheders internationalisningsprocesser, 1994. Se videre Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens årlige liste over fusioner i Danmark. Listen kan ses på styrelsens hjemmeside. Bekendtgørelse nr. 690 af 25. maj 2020 indeholder regler for, hvordan fusioner skal anmeldes til Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

I økonomisk teori bruges begrebet fusion ikke i en videns betydning med hensyn for selskabsretten. I økonomisk forstand er det vigtigste, at virksomheder driftsøkonomisk fungerer som en helhed.<sup>45</sup> I selskabsretlig forstand spiller de driftsmæssige forhold ingen rolle. Selskabsretten betegner en fusion som en oplosning uden likvidation af et eller flere selskaber med givet eller overdragelse mod vederlag af aktiver og passiver til et andet selskab, eller sammensmelting med aktiver og passiver fra to eller flere selskaber til et nyt selskab. SL § 236 bygger på definitionen i fusionsteksten om art. 3 og 4.<sup>46</sup> Selskabslovens fusionregler gælder for både aktieselskaber og anparisselskaber.

Selskabsloven sondrer mellem fusion ved overdragelse af et selskabets aktiver og gæld som en helhed til et andet selskab, i § 236 kaldet *overdrægtfusion*, og sammensmelting af to eller flere selskaber til et nyt selskab, som samtidig stiftes, i § 236 kaldet *egentlig fusion*. Selskabene i den formelle fusionstype benævnes henholdsvis som det *ophørende* og det *forsættende* selskab. Fusionsreglerne i selskabslovens kap. 15 omfaner begge former. Ved *egentlig fusion* anvendes reglerne således, at de eksisterende selskaber er det *ophørende* og det *nystiftede* selskab det *forsættende*.

Fusioner kan være *vertikale* (*lodrette*) eller *horizontale* (*vandrette*). Vertikale fusioner er fusioner mellem moder-datterselskaber. Fusionen kan både ske således, at moderselskabet er det fortsættende selskab, og således at moderselskabet sammenslutter med datterselskabet, altså med det sådanne som fortsættende selskab (omvendt lodret fusion). Om fusionen mellem moder- og datterselskaber gælder enkelte særegler, jf. SL § 252. Ved en lodret fusion, hvor moderselskabet fusionerer med datterselskabet med moderselskabet som det fortsættende, kan beslutningen om fusion tages i datterselskabet af datterselskabets centrale ledelsesorgan. Reglen gælder kun i forhold til helejede datterselskaber.

Horizontale fusioner er fusioner mellem selskaber, der ikke er bundet i moder-/datterselskabsforhold. Sondringen mellem lodret og vandret fusion har en vis skatteretlig betydning.<sup>47</sup>

45. Jf. f.eks. Ohlenschläger Madsen a.s.t. p. 18 f.
46. Se om fusion og opspalting af selskaber også Henrik Steffensen m.fl. *Transaktioner i selskaber – selskabsret, regnskab og skat*, 2014, p. 499 f. Erhvervsstyrelsen har udarbejdet en vejledning om fusioner i henhold til selskabsloven. Vejledningen er ikke opdateret 1. august 2019.
47. Sondringen har således betydning i relation til reglerne om successjon og underindsamførsel, jf. fusionsskatelovens § 8 og hertil nærmest Aage Michelsen m.fl. *Læringsbog om indkomstskat*, 18. udg., 2019, p. 1069 f.

## Kapitel 16. Ophør og strukturændringer

Direktivets fusionsdefinition forudsætter, at aktionærerne i det overtagne selskab vederlægges med aktier i det overtagende selskab, eventuelt tillige med et kontant udligningsbeløb på højst 10 % af de pågældende aktiers pålædende værdi.

Denne del af direktivdefinitionen er ikke optaget i selskabsloven.<sup>41</sup> Selskabsretligt kan en fusion gennemføres, selv om vederlaget ikke erlägges i kapitalandele, eller det kontante udligningsbeløb er større end 10 %. Vederlaget kan således ydes helt i kapitalandele, helt i kontanter eller i en blanding af disse vederlagsformer. En begrænsning fulgte tidligere af fusionsskattelovens regler, hvorefter en betingelse for skattefrihed normalt var, at mindst 90 % af aktierne i det ophørende selskab vederlægges med aktier i det fortsættende. En skattefri fusion kan nu gennemføres, blot én af kapitalejerne i det indskydende selskab vederlægges med mindst én aktie i det modtagende selskab og eventuelt en kontant udligningssum, jf. fusionsskattelovens § 2, stk. 1.<sup>42</sup>

Selskabslovens fusionsregler fastlægger den juridisk-tekniske procedure for gennemførelsen af fusionen. Der opstilles en tidsplan og et skema for forløbet. Formålet er at sikre kapitalejerne i de fusionerende selskaber et fuldestgørende beslutningsgrundlag og dertil at give minoriteter, der ikke ønsker fusionen gennemført, en rimelig retsstilling. Dernæst at sikre, at kredititorernes retsstilling ikke forringes som følge af fusionen. Det oprindelige udkast til fusionsdirektivet indeholdt også bestemmelser om medarbejdernes stilling ved fusioner. Disse bestemmelser blev ikke medtaget i det gennemførte direktiv. Heller ikke selskabslovens fusionsregler har bestemmelser herom. En regulering af medarbejdernes retsstilling som følge af fusion alger derimod af loven om lenmodtageres retsstilling ved virksomhedsoverdragelse. »Overdragelse af en virksomhed«, jf. lovens § 1, omfatter l.a. fusionstilfælle. Loven indebærer en pligt til information og konsultation, jf. foran i kap. 10, og indeholder derudover bestemmelser om lenmodtagernes retsstilling som følge af overdragelsen, jf. nedenfor.

Fusionsdirektivet omfatter kun aktieselskaber. Direktivets bestemmelser var indtil selskabsloven imidlertid også gennemført for anpartsselskaberne. Anpartsselskabsloven henviste i § 65 direkte til fusionsreglerne i AL kap. 15. Det var kun enkelte modifikationer. I overensstemmelse med det almindelige gælder med selskabsloven indeholder selskabsloven en forenklet fusions-

Sml. de norske aksjelovens § 13-2, hvorefter vederlaget skal bestå af aktier evt. med et tillæg, som ikke må overstige 20 pct. af det samlede vederlag, jf. berved Aarbøkke m.fl., Aksjeloven og allmennaksjeloven, 4. utg., 2017, p. 782 f., samt Johan Gertsen, Fusion og Fisjon, 1999, p. 120 f.

Jf. Aage Michelsen m.fl. a.o. p. 1066.

spaltungs-)procedure for anpartsselskaber. Anpartsselskabene får ikke deltaget i fusionen, således beslutte ikke at udarbejde fusionens plan, fusionsavtale, mæltesumme, disse forenklinger (fravigelse af vurderingsmandsudtalelse) er også gennemført for aktieselskabernes vedkommende.

Fusionsreglerne i selskabslovens kap. 15 omfatter fusioner mellem danske og udenlandske selskaber af hvilken en eller flere med vinklen til indskud og om solvent likvidation. For så vidt angående fusion med udenlandske selskaber har EU's 10. direktiv om internationale fusioner nu fået hjemmel bortil. Direktivet blev implementeret i 2007 med indretning af den nye kapitel 15 a (10 a) i selskabslovene. Disse regler er videreført i selskabslovens kap. 16, jf. nedenfor i afsnit 16.6.6.<sup>50</sup> Et alternativ til en international fusion kan være en koncernkonstruktion med et holdingselskab beliggende i et af landene øverst og de »sammensluttede« nationale selskaber som datterselskaber eller dannelse af et SE-selskab, jf. foran i kap. 4.3.3.

Et selskab under solvent likvidation kan fusionere, hvis udførelsen til aktionærerne endnu ikke er påbegyndt, og generalforsamlingen bedømmer at have likvidationen, jf. SL § 246, stk. 1, og § 247, stk. 1, vedrørende beholdningen af det ophørende og det fortsættende selskab. Et kapitalselskab under konkurs er under afvikling. Kapitalselskabet kan dog deltage i en fusion – og en spaltning – men kun som det ophørende selskab – eller ved spaltninger som den indskydende selskab, og kun med kurators samtykke, jf. SL § 233, stk. 5. Hvis det fortsættende selskab er under konkurs, kan en fusion ikke vedtages af generalforsamlingen, uden at konkursen først hæves.

Selskaber under tvangssoplosning kan også deltage i en fusion eller spaltning. Beslutningen skal godkendes af skifteretten eller den eventuelle skifternets udnevnte likvidator. Også selskaber under rekonstruktion kan deltage i en fusion eller spaltning efter samme regler som selskaber under konkurs.<sup>51</sup>

SL § 253 indeholder en særlig regel om overdragelse af et selskabs aktiver og gjeld som helhed til den danske stat eller en dansk kommune. Efter bestemt-

50. Derimod har fusionsskattelovens § 15 – som er gennemgået på grundlag af fusionsskattedirektivet, 90/434/EØF – længe indeholdt regler om skatfri fusion med eller mellem udenlandske selskaber, jf. herom nærmere Tage Michelsen m.fl., *Lærebog om indkomstskat*, 18. udg., 2019, p. 1080 f., og Michael Serr, *Fusionslakover*, 4. udg., 2012, p. 406 f.
51. Se herved oversigten hos Henrik Steffensen m.fl., *Transaktioner i selskaber – selskabsret, regnskab og skat*, 2014, p. 508 f. med figur 7.2.

melsen skal kun nærmere opregnede regler i fusionskapitlet anvendes, således navnlig ikke reglerne om kreditorbeskyttelse.

### 16.5.2. Fusionsgrundlaget

SL § 237 og følgende indeholder bestemmelser, der kræver tilvejebringelse af et udførligt fusionsgrundlag. Kapitalejerne har krav på at få et ordentligt beslutningsgrundlag vedrørende fusionen, og kreditorernes stilling skal vurderes og sikres.

Fusionsgrundlaget består af følgende elementer:

- a. en fusionsplan, jf. SL § 237
- b. de fusionerende selskabers seneste tre årsrapporter, jf. SL § 245, stk. 7, nr. 2
- c. en fusionsredegørelse, jf. SL § 238
- d. en mellombalance, jf. SL § 239
- e. en udtalelse fra vurderingsmænd om fusionsplanen, jf. SL § 241, og evt. en vurderingsberetning om apportindskud, jf. SL § 240.
- f. en vurderingsmandserklæring om kreditorernes stilling, jf. SL § 242.

Dette fusionsgrundlag skal fremlægges for kapitalejerne, jf. nærmere SL 245, stk. 7, og fusionsplanen og vurderingsmændenes erklæring om kreditorernes stilling indsendes til Erhvervstyrelsen, jf. nærmere SL § 244 og ovenfor.

Som nævnt foran kan fusionsgrundlaget forenkles: Hvis fusionen alene omfatter anpartsselskaber, kan anpartshaverne i enighed beslutte, at der ikke skal udarbejdes en fusionsplan, jf. SL §§ 237, stk. 2, og 248, stk. 2 og 3, samt 6. I anpartsselskaber, der indgår i en fusion, kan anpartshaverne i enighed så beslutte, at der ikke skal udarbejdes en fusionsredegørelse, jf. § 238, stk. 2 og en mellombalance, jf. § 239, stk. 2.

Fusionen indledes med, at bestyrelserne i de fusionerende selskaber udarbejder en fusionsplan, som angiver de nærmere bestemmelser og vilkår for fusionen. SL § 237, stk. 3, nr. 1-10, angiver mindstekravene til fusionsplanen, herunder bl.a. bestemmelserne om vederlaget for kapitalandelene i det ophørende selskab og om tidspunktet, fra hvilket det ophørende selskabs rettigheder og forpligtelser regnskabsmæssigt skal anses for overgået til det fortsættende selskab, jf. § 237, stk. 3, nr. 8. Vederlaget kan som nævnt ovenfor erstattes kontant, i kapitalandele eller i andre værdier.

Fusionsplanen angiver, om vederlaget skal gives i kapitalandele i det fortsættende selskab, herunder evt. til hvilken aktiekasse de vil komme til at høre mv. SL § 237, stk. 3, nr. 5, kræver at der skal angives de rettigheder i det

M. J. Jensen

fortsættende selskab, der tillegges eventuelle voldelige til hensyn til  
geldsbreve med særlige rettigheder i det opførende selskab. Med den lang-  
varvne tankes eksempelvis på kapitalandelse, der ikke kan komme til udskrift  
med det aldstørste eksempelvis på kreditværdi, der ikke kan komme til udskrift  
3, nr. 6, skal der angives eventuelle foranstaltninger til hensigt at undgå  
af de i nr. 5 omhandlede kapitalandelse og gælder, der vedtages omkring  
sempelvis på geldsbreve, der forfalder ved en fusion.

Med de seneste lovændringer er der sket en udvidelse af muligheden for  
at give fusionen tilbøgevirkende kraft såvel som viderig fremad i tid, se  
hold til stiftelsesstidspunktet<sup>31</sup> på linje med reglene om viderig fremad i tid  
jf. form i kap. 5.2. Fusionsplanen skal være underskrevet senest ved viderig  
af det regnskabsår, hvori tidspunktet for fusionens regnskabsregning og viderig  
ning indgår.<sup>32</sup> Overskrides fristen, kan fusionsplanen ikke godtgøres og fusionen  
dermed ikke vedtages, jf. SL § 237, stk. 4.

Ved siden af den fælles fusionsplan skal de enkelte selskaber følge § 23  
udarbejde en *fusionsredegørelse*, i hvilken den påtænkte fusion frederig  
begrundes. Erhvervsstyrelsen accepterer dog, at redegørelsen ligesom fusions-  
planen udarbejdes som et fælles dokument. Redegørelsen skal bl.a. mæle  
fastsættelsen af vederlaget for kapitalandelene i de opførende selskaber, her-  
under særlige vanskeligheder med vurderingen. Foretakede mælelser kan  
ikke nærmere bestemmelser om omfanget og indholdet af bestyrelsens redegø-  
relse. I overvejelserne vedrørende redegørelsens indhold må bl.a. også in-

52. Selskaber, som allægger årsrapport efter de internationale regnskabsstale IAS/IFRS, skal, hvis de fusionerer med tilbøgevirkende kraft, ved tildeling af rapport anvende kravene i IAS/IFRS. Fusionen vil således bøje gennemført med kalender-  
dato selskabsretligt og regnskabsmæssigt til brug for udarbejdelse af bestyrelsen, jf.  
bemærkningerne til L 170 p. 350. Se om den regnskabsmæssige betydning af huse og spaltninger ÅRL §§ 129 og 130 og nærmere Henrik Sofiesen m.fl. a.s. § 57 f.
53. Bemærkningerne til bestemmelsen giver et par praktiske eksempler. Hvis begge selskaber har kalenderåret som regnskabsår, og tids punktet for fusionens viderig er 1. dec. 2008, skal fusionsplanen være underskrevet senest den 31. december 2008. Da dette er udlobet af regnskabsåret for begge selskaber, hvis det ene af de fusionende selskaber har kalenderåret som regnskabsår, det andet selskab har regnskabsår i juli til 30. juni, og tids punktet for fusionens regnskabsmæssige viderig er den 1. dec. 2008, skal fusionsplanen være underskrevet senest den 31. december 2008. Da dette er udlobet af regnskabsåret for det selskab, som har kalenderåret som regnskabsår. Hvis de deltagende selskaber har forskelligt regnskabsår, er det ejeren regnskabsår i forhold til underskrivelsen således det regnskabsår, der ikke er det ejer og al. Erhvervsstyrelsens Vejledning om fusion, punkterne 3.10 og 4.1 med eksempler også. Som noget nyt giver SL § 250, stk. 3, bemærk. til, at fusionen kan indtage en viderig fremad i tid, jf. nædensfor om den regnskabsmæssige udmelding.

på generalforsamlingen også vil foreligge en selvstændig vurdering af fusionsplanen fra en vurderingsmand. For gennemførelsen af fusionen vil de økonomiske omstændighederne være afgivende, at baggrunden for de i fusionsplanen fastsatte bestemmelser, de anvendte vurderingsprincipper m.v. forklares og begrundes ud fra den forhandlings situation, som er grundlag for fusionen.

De krav til oplysninger, der fremgår af selskabslovens regler, omfatter de helt centrale og afgivende punkter vedrørende *kapitalejernes stilling* som følge af fusionen. Man kan derimod ikke sige, at selskabsloven gør meget for at sikre, at kapitalejerne får et beslutningsgrundlag, som omfatter de relevante krav, som bør være opfyldt, før en fusion besluttes ud fra *virkommedsøkonomiske kriterier*. Heri er der ikke sket ændringer med den seneste lovændring. Selskaberne kan velge at fremlægge et mere udførligt beslutningsgrundlag i form af et mere omfattende *fusionsprospekt*. Om et mere holdstændigt beslutningsgrundlag fremlægges for kapitalejerne, vil bl.a. bero på, om fusionen reel kræver tilslutning fra en bredere kreds af kapital ejere, eller om beslutningen allerede *de facto* er taget af en majoritetsejer eller den kreds af kapitalejere, der har majoriteten. I en sådan situation vil en minoritet være henvist til at udnytte sin spørgsmålsret på (d)en generalforsamling, der tager beslutning om fusion. Set på baggrund af minoritetens stilling i øvrigt er denne retstilstand næppe helt tilfredsstillende.<sup>54</sup> Evalueringen af selskabsloven i 2013 har ikke ændret på dette.

Bestyrelsens redogørelse har tidligere skullet vedhæftes et revideret fusionsregnskab. Kravet om et særligt fusionsregnskab var et dansk særkrav. Da det yderligere viste sig at volde problemer i forbindelse med stiftelse af SE-selskaber ved fusion på grund af fusionsregnernes *renvoi-teknik*, blev det i 2006 gjort frivilligt at udarbejde et fusionsregnskab, jf. AL § 134 b, stk. 2. Bestemmelserne herom er ikke videreført i selskabsloven, men der er fortsat ikke noget til hinder for, at selskaberne beslutter at udarbejde et fusionsregnskab. Et frivilligt fusionsregnskab kan i visse tilfælde træde i stedet for den mellombalance, der skal udarbejdes efter SL § 239. Dette er således muligt, hvis tidspunktet for fusionens regnskabarmæssige virkning (og dermed opgørelsesdagen for fusionsregnskabet) ligger mindre end tre måneder forud for planens underskrivelse.<sup>55</sup>

Rationalet bag en bestemmelse om fusionsregnskab er, at både konkernetablering og fusion er udtryk for en økonomisk sammenslutning – en økonomisk fusion. Begge former for sammenslutning kan etableres enten

54. Jf. herved »Rapport om minoritetsejernes retstilling», 1989.

55. Se her til nærmere Henrik Sørensen m.fl., a.o., p. 525 f., 531.

ved overtagelse eller sammenlægning. Regnskabene skal derfor være koncernregnskabet. ÅRL § 129, stk. 1, foreskriver dog, at fusionens regnskabet skal indeholde et sammendrag af de fusionerede selskabers aktiver og passiver, idet koncernregnskabets regnskab i ÅRL §§ 115-123, herunder fra § 118, stk. 3, finder tilsvarende anvendelse på koncernplanen for den fusionerede virksomhed.

Fusionsregnskabet består af åbningsbalances for den fusionerede, fortsættende eller den ved fusionen dannede virksomhed, jf. nærmere i ÅRL § 129, stk. 2.

Åbningsbalancens opgørelsesdag er overtagelsesdagen for aktiver og passiver fra det overtagne selskab og samtidig begyndelsesdagen (årsregnsdato) for det fortsættende selskabs regnskab. Åbningsbalance skal udarbejdes efter årsregnskabslovens almindelige regler om åbningsbalanceer, jf. ÅRL § 19 samt efter de særlige regler om koncernregnskab i ÅRL §§ 115-123.

Hvis de fusionerede selskaber har samme regnskapsperiode, f.eks. kalenderåret, og hvis datoer for åbningsbalance er den samme som datoer for regnskapsperiodens udløb, kan et fusionensregnskab udarbejdes på grundlag af de seneste årsregnskaber. Der bliver ingen mellemperiode. Hvis der er tidsmæssig afstand – mere end 6 måneder – mellem fusionens underskrivelse og udløbet af det regnskab, som kapitalcelskabet senere årsrapport vedrører, skal det pågældende kapitalcelskab, der deltager i fusionen, udarbejde en *mellembalance*, jf. SL § 239, stk. 1. Mellembalance skal udarbejdes i overensstemmelse med det regelst, som kapitalcelskabet udarbejder årsrapport efter, jf. nærmere SL § 239, stk. 1.<sup>7</sup> Samme selskaber, der har offentliggjort en halvårsrapport, behøver ikke at udarbejde en mellembalance, jf. SL § 239, stk. 5.

Fusionen giver i almindelighed anledning til reguleringer af verdiereserne i det ophørende selskabs afslutningsbalance. Reserver for opkøb-

56. Hvis mellembalance udarbejdes efter årsregnskabsloven, skal den indeholde følgende bestyrdelte:

- en balance
  - en beskrivelse af principper for udregning og miling (unændr. regnskapsdato)
  - en ledelsespåtegning
  - en revisorpåtegning, hvis selskabet er omfattet af revisorpligt
  - noter, der er nødvendige for at give et retvisende billede
- Se om mellembalance med en nikké eksempler Henrik Dethmers m.fl. Tassanis i selskaber – selskabret, regnskab og skat, 2014, p. 525 f., samt Ekonometrisens vejledning om fusioner punkt 7.1.

## Kapitel 16. Ophør og strukturerændringer

ninger i det ophørende selskab kan oploses, da de pågældende aktiver anses for realiseret ved fusionen. Ligeledes accepteres det, at andre bundne reserver i det ophørende selskab oploses ved fusionen.

Hvis en fusion giver anledning til en kapitalforhøjelse i det fortsættende aktieselskab – hvilket er almindeligt ved en overtagesfusion – eller hvis der er stiftet et nyt selskab som led i fusionen, skal der laves en vurderingsberetning efter SL § 240, stk. 1. Selskabsloven har imidlertid udnyttet fravigelsesmuligheder i fusionsdirektivet til at bestemme, at der ikke skal udarbejdes en vurderingsberetning i forbindelse med fusion mellem aktieselskaber, jf. § 240, stk. 2, hvis der udarbejdes en vurderingsmandsudtalelse eller en vurderingsmandsberetning efter reglerne i SL §§ 241 og 242, jf. herom straks nedenfor. Der skal ikke laves en vurderingsberetning, hvis det fortsættende selskab er et anpartsselskab, jf. SL § 240, stk. 1, modsætningsvis. Derimod hvis det fortsættende selskab er et aktieselskab og det ophørende et anpartsselskab.

Videre skal der i hvert af de fusionerende selskaber afgives en skriftlig udtaelse om fusionsplanen af en eller flere uvidige sagkyndige vurderingsmænd, jf. SL § 241, stk. 1. Udtalelsens mindsteindhold er fastsat i § 241, stk. 4.

Kapitalejerne kan i enighed beslutte, at der ikke skal udarbejdes en udtaelse om fusionsplanen, jf. § 241, stk. 1, sidste punkt.

Hovedkravet i § 241, stk. 4, er, at der skal gives en erklæring om, hvorvidt vederlaget for aktierne i det ophørende selskab er rimeligt og sognligt begrundet. Dette krav opfyldes, ved at vurderingsmanden på eget grundlag fastsætter en værdi for begge selskaber og dermed vederlaget for kapitalejerne (ombytningskursen) i det ophørende selskab. Vurderingen skal efter loven altså ikke blot forholde sig til, om det resultat, som er fremlagt i fusionsredegørelsen, er rimeligt, men skal på et selvstændigt grundlag vurdere vederlaget. Vurderingen skal angive den eller de fremgangsmåder, der er anvendt ved fastsættelsen af vederlaget, og skal vurdere hensigtsmessigheden af den eller de anvendte fremgangsmåder; den skal angive de værdier, som fremgangsmåderne hver for sig fører til, og fremgangsmådernes betydning i forhold til hinanden. Hvis der har været særlige vanskeligheder forbundet med værdiansættelsen, skal dette ligeledes omtales.

Bestemmelsen i § 241, stk. 4, kan efter sin ordlyd læses, som om vurderingsmændene i hvert fald i visse tilfælde skal vise, hvad forskellige vurderingsprincipper vil føre til. Vurderingsmændene må være berettiget til at foretage en alternativ vurdering, hvis kapitalejerne derved får et bedre beslutningsgrundlag. Dette sker dog sjældent eller aldrig i praksis. Ordlyden i bestemmelsen refererer formentlig også mere til, at de forskellige selskaber –

eller aktiver – der indgår i fusionen, ikke nødvendigvis skal vurderes på samme principper.

Selskabsloven indeholder ikke bestemmelser om hvilke vurderingsmetoder der skal benyttes ved vurderingen. Vurderingsmanden kan herefter vælge mellem en vurdering baseret på historiske data, nærliggende opgørelser eller selskabets indre værdi som gengang concern, børskursen efter den indre værdi efter likvidationsværdi og vurderinger baseret på forventninger om fremtidigt afkast m.v. Vurderingsmanden må naturligvis vælge den metode som i det konkrete tilfælde giver det mest korrekte udtryk for kapitaldelenes værdi.

Vurderingen af det ophørende selskab må i almindelighed ske ud fra en forudsætning om, at selskabet fortsætter sin drift, hvis ikke fusionen gennemføres. Undertiden vil det være begrundet også at angive en vurdering baseret efter likvidationsværdier, enten fordi det ophørende selskab ikke har mulighed for at fortsætte som selvstændigt selskab, eller fordi det vil være et opsigtsalternativ frem for fusion at gennemføre en solvent likvidation; und. henved forholdene i U 1977.61 H.

Vurderingen kan ikke begrænses til de aktiver, som fremgår af kontrapunktet, men må også medtage immaterielle anlægsaktiver, der ikke fremgår af årsregnskabet, og andre skjulte reserver, ligesom på den anden side inventar, skatter og eventuelforpligtelser må indgå. På samme måde må vurderingsmanden være opmærksom på, at fusionen medfører, at alle forpligtelser overtages. Der er set eksempler på, at der efterfølgende har vist sig garantiforpligtelser og lignende, som ville have ændret forudsætningerne for fusionen væsentligt. Tilsvarende gælder med hensyn til risikoen for fremtidige erstatningskrav, f.eks. vedrørende produktansvar eller miljøskader.

För borsnoterede selskaber vil børskursen ofte være en rimelig og nærliggende grundlag for det ophørende selskabs aktier, jf. U 1977.61 H. Denne godkendte børskursen som indlesningskurs efter de nu ophevede regler i AL 1973 § 136, uanset at den valgte dato for kursen lå efter, at fusionsplanerne var kendt, således at kursen havde kunnet tage højde herfor. Børskursen er imidlertid ikke altid afgørende, se i det hele foran i kap. 15.4.3 om faststillelse af indlesningskursen efter SL § 70.

I ikke-borsnoterede selskaber må der foretages en egentlig vurdering, der er i overensstemmelse med anerkendt praksis vedrørende vurdering af virksomheder.

Vurderingsmanden kan og bør efter omstændighederne supplere med yderligere oplysninger til brug for kapitalejernes beslutning, eksempelvis oplysninger om, hvorvidt vederlagets art får indflydelse på fusionens skattemæssige konsekvenser, eller om betydningen af kontraktforhold, som nogle

af selskaberne er forpligtet af, og som skal overtages eller afgøres af det følgende selskab.

Efter de nu gældende regler kan kapitalejere, der er imod fusionen, ikke kreve indlossning, men alene godtgørelse efter reglen i § 249, jf. nedenfor. Fusion er en mulighed, som kapitalejerne må forudsætte og leve med. Kapitalejerne kan heller ikke kreve, at den valgte skeringsdag ligger, før en borskurs har kunnet reagere på fusionsplanerne. Hensyn må også tages til selskabets »fremtid« efter fusionen, og dette gør netop borskursen.

Vurderingen af vederlaget sker af hensyn til kapitalejerne. Reglen i SL § 242 beskytter de fusionerende selskabers kreditorer. Såvel kreditorerne i det ophærende som i det fortsættende selskab kan få deres stilling forringet ved selskabets sammenslutning med et ringere konsolideret selskab. Som nærmere omtalt nedenfor indebærer fusionen en universalsuccession, hvilket bl.a. indebærer, at gælden i det ophærende selskab ikke automatisk forfalder som følge af fusionen. Kreditorernes muligheder for at få betaling er dermed afhængige af det fortsættende selskabs økonomiske stilling. Kreditorerne sikres ved, at vurderingsmændene skal afgive erklæring om, »hvordan kreditorerne i det enkelte selskab må antages at være tilstrækkeligt sikrede efter fusionen i forhold til selskabets nuværende situation. Ordlyden blev ændret i 1992, uden at der dermed var tilsigtet en realitetssendring. Den tidligere formulering var, om fusionen kunne antages at medføre en forringelse af mulighederne for fuldestgørelse. Ordet »forringelse« kunne læses således, at en blot procentuel formindskelse af et af selskabernes solvensmargin skulle være en forringelse i ovens forstand. Dette var ikke meningen. Mere dækkende for meningen ville det være, om der havde stået, »hvordan fusionen medfører en risiko for kreditorerne, som de ikke ville være parat til at løbe i øvrigt«. Hensigten med de nu gældende fusionstregler er, at det ikke skal være nødvendigt at spørge kreditorerne, om fusionen kan accepteres. Det er derimod ikke meningen, at kreditorerne skal ud i en ny risiko.<sup>57</sup> Erklæringen skal indeholde en vurdering af det fortsættende selskabs økonomiske stilling set på baggrund af de ophærende selskabers stilling før fusionen, beskaffenheden af fordringerne i hvert selskab og omstændighederne i øvrigt. Vurderingen skal ske efter en »going concern«-forudsætning. Erklæringen skal give svar på, »hvordan kreditorerne tilstrækkeligt sikrede. Den skal altså indeholde et ja eller nej til dette«.

<sup>57</sup> Se b.ved Gomar/Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 584, som anfører, at vurderingsmændene kan lade sig vejlede af, om kreditorerne, hvis fusion gennemføres, ville have grund til at foretage en regnskabsmessig nedskrivning af deres tilgodehavende, eller om det ville være betænklig for kreditorerne at sæde til ca vis forringelse af kreditten uden yderligere sikkerhed.

spørgsmål. Hovedsynspunktet bag vurderingen må henvendes til, at de fortsetende selskab har tilstrækkelige midler til at betale krediterne, hvis lid moden som disses krav gøres gældende, altså til solvenskriteriet i den konkurslovens § 17, stk. 2. Hvilken solvenskriterie kan fusionen opfylde om, er betingelserne for at undlade tilkøbshindringer i § 14-17 lig solvenskriterier, som er fastlagt i den nationale lovgivning. Det kan kun sjældent en negativ erklæring. Forklaringen er givet, og dermed er optræk til en negativ erklæring, ikke bliver givet.

Vurderingserklæringen såvel efter § 241 som efter § 242 kan udføres af en eller flere uvildige, sagkyndige vurderingsmænd, jf. § 241, stk. 1, 1 praksis anvendes som oftest selskabernes revisorer. Hvis selskabet har sin(c) vurderingsmand(mænd), men udtalelsen kan, hvis vurderingsmandene er enige, afgives som en fælles udtalelse. Hvis selskabene ønsker at have en fælles vurderingsmand, skal denne udpeges af skiftetens tilfælde, når revisorerne har været involveret i de forudgående finansforbindelser, og hvor fusionens vedtagelse på forhånd er sikret af en majoritet, kan det være vanskeligt at opretholde den fornødne objektivitet, såfremt de samme revisorer også optræder som vurderingsmænd. Dette kan føre til, at revisorerne kan anses for uafhængig, jf. revisorlovens § 24.<sup>58</sup>

Bemærkningerne til § 242 anfører, at erklæringen skal være ubetinget, uden forbhold, og at den skal være med en høj grad af sikkerhed, jf. vurderingsbekendtgørelsen og foran i kap. 13.2.5. Negativ formulerede erklæringer – altså ikke er bekendt med forhold, der afgører, at krediterne i de deltagende selskaber er tilstrækkeligt sikrede eller formuleringer, der kan give indtryk af, at konklusionen er betinget – accepteres ikke.<sup>59</sup>

### 16.5.3. Fusionsbeslutningen

Beslutning om fusion er i det ophørende selskab altid et generalforsamningsanliggende, jf. SL § 246, stk. 1. Ved fusion med helejede datterselskaber kan beslutningen i det ophørende selskab dog træffes af det centrale ledelsesorgan, jf. SL § 252. Ved fusion med et 90 pct.-ejet selskab kan beslutningen træffes af det centrale ledelsesorgan, idet der dog er en minoritetsbeskyttelsesregel, hvorefter aktionærer, der ejer 5 pct. af kapitalen eller et

58. Sml. herved også Johan Giertsen, *Fusion og Fusion*, 1999, p. 112. If. om maven  
59. Jf. bemærkningerne til L 170 2008-09 p. 357.

## Kapitel 16. Ophør og strukturændringer

mindre, kan forlange, at beslutningen træffes af generalforsamlingen, jf. nærmere i § 246, stk. 3.

Beslutningen tages med flertal som til vedtægtsændring, jf. SL § 106 eller det højere flertal, som vedtægterne måtte foreskrive.

I det fortsættende selskab kan fusionsbeslutningen træffes af det centrale ledelsesorgan. Hvis fusionen medfører vedtægtsændringer, f.eks. vedrørende kapitalforhøjelse eller formålsændringer, er en generalforsamlingsbeslutning nødvendig. Ofte kan en fusion dog gennemføres uden generalforsamlingsbeslutning, f.eks. fordi det overtagende selskab ligger inden med egne kapitalandele, der kan bruges som vederlag. Sædvanligvis ønskes det ophørende selskabs goodwill medført ved at bevare dette selskabs navn som binavn for det fortsættende selskab. Den dertil nødvendige vedtægtsændring kræver ikke generalforsamlingsbeslutning. Hvis fusionen er af meget stor betydning for det fortsættende selskab, bør generalforsamlingen indkaldes, jf. foran i kap. 11.2.

SL § 247, stk. 2, indfører en særlig minoritetsbefejelse og beskyttelse for kapital ejerne i det fortsættende selskab. På ledelsesniveau træffes fusionsbeslutningen med almindeligt flertal efter SL § 124. En minoritet på fem procent af kapitalen kan imidlertid forlange, at beslutningen træffes af generalforsamlingen, således at kapital ejerne derved får lejlighed til at tage stilling. At kompetencen flyttes til generalforsamlingen, medfører samtidig, at der skal være kvalificeret flertal til beslutningen efter reglen i SL § 106.

Hvis vedtægterne skulle have en lavere grænse end fem procent for indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling, kan denne befejelse naturligvis benyttes, jf. § 247, stk. 2.

Beslutningen om fusionen må ikke tages, før fusionsgrundlaget er blevet offentligt tilgengeligt for kreditorer og andre interesserede samt stillet til rådighed for selskabets kapital ejere, jf. SL § 245, stk. 1. Efter SL § 244, stk. 1 og 3, skal fusionsplanen og vurderingsmændenes erklæring efter § 242 indsendes til Erhvervsstyrelsen. Styrelsen bekendtiger dokumenternes modtagelse, jf. SL § 244, stk. 5. Der er sat en kort frist på 4 uger for indsendelse af fusionsplanen. Overskrides fristen, kan modtagelsen af fusionsplanen ikke oplynges, og en ny fusionsplan må udarbejdes. Fusionsgrundlaget skal tilge stilles til rådighed for kapital ejerne senest 4 uger før generalforsamlingen, jf. § 245, stk. 7, jf. stk. 8.

#### 16.5.4. Fusionen som universalsuccession

De nuvældende fusionsregler bygger på et princip om universalsuccession, dvs. at det overtagende selskab overlager det ophørende selskabs aktiver, gæld og forpligtigelser som helhed, jf. SL § 254, stk. 1.<sup>60</sup>

Selv om fusionen i sig selv er udtryk for et deklaratorisk forståelse om at de ophørende selskaber, medfører fusionen således ikke automatisk, at gæld og forfalder. Udgangspunktet er det modsatte. Dette er i modstrid med særdelelige obligationsretlige regler, hvorefter der knæves samtykke fra kreditorer ved debitorskifte. Denne fravigelse er imidlertid anset for bremsehandic和平 med henblik på at lette strukturtilpasninger i erhvervslivet. Til gengæld er der i loven indført særlige regler til sikring af kreditorerne, hvis voldringsmåndene finder kreditorernes stilling forringet, jf. SL § 243 og udenfor. Når kreditorerne har krav på betaling eller sikkerhedsstillelse efter den nævnte bestemmelse, er det ubetænkeligt at have en regel om, at gæld kan bliver indestående. Og det er praktisk ikke på forhånd at være nødt til at forhandle med kreditorerne.

Reglen om universalsuccession er kun deklaratorisk. Det kan aftales, at fusion er forfaltsgrund. Sådanne klausuler kan f.eks. indses i diverse linjedokumenter, medmindre særlige regler vedrørende de pågældende kontrakter forhindrer dette. I forhold til eksisterende aftaler må det afgøres ved forståning, om bestemte formuleringer omfatter fusionssituationen. En klasse om, at pantegæld forfalder ved »ejerskifte«, omfatter ikke salg af aktier i det selskab, der ejer pantet, jf. U 1969.25 H (U 1969B, p. 128 og U 1970B, p. 269) og næppe heller fusion, ligesom fusion næppe heller omfatter af klausuler om »ejerskifte« i andre kontraktforhold, f.eks. vedrørende lejemål. I andre aftaler om virksomhedsoverdragelse er det almindeligt, at der indses specifikke bestemmelser om virkningen af fusion eller ejerskifte (change of control eller change of ownership-bestemmelser).<sup>61</sup> Reglen om universalsuccession udelukker heller ikke, at fusionen i ganske særlige tilfælde kan være en

60. Reglene om universalsuccession tager kun sigte på selskabets civilede forpligtelser. Efter omstændighederne kan også andre forpligtelser overføres jf. henved U 1983.1105 V om et objektivt badeansvar. I U 1988.816 O fandt retten, at det ophørende selskabs forpligtigelser i henhold til nogle gamle tegningssdokumenter var overgået til det fortsættende selskab efter det almindelige princip om universalsuccession.

61. Jf. således *Johannus Egholm Hansen, Christian Lundgren og Michael Norrmark*, *Kab og salg af virksomheder*, 5. udg., 2014, bla. p. 60, 65 og 90 og *Jan Schou Christensen*, *Grenseoverskridende virksomhedsoverdragelse* 1998, p. 207, jf. også *Mats Bryde Andersen*, *Praktisk aftaleret*, 2. udg., 2002, p. 234, om betydningen af kontraktsændringer i kontraktforhold.

## pitel 16. Ophør og strukturændringer

svant bristende forudsætning for medkontrahenten i selskabets kontrakt, hold, jf. straks nedenfor.<sup>62</sup>

Princippet om universalsuccession medfører, at det fortsættende selskab træder i alle det ophørende selskabs løbende retsforhold, såvel med hen til rettigheder som forpligtelser. Ud fra lignende betragtninger, som gældende ved overdragelse af retten efter gensidigt bebyrdende aftaler, der dog tænkes begrænsninger i det fortsættende selskabs mulighed for en medkontrahentens accept – at indtræde i det ophørende selskabs kontrakt.<sup>63</sup> Hvis medkontrahenten har lagt afgørende vægt på at have et ejet selskab som kontraktpart, eller succession i øvrigt kan antages at være til væsentlig ulempe for medkontrahenten, må succession kunne lukkes. Rækkevidden af denne modifikation er vanskelig at angive. Under omstændigheder vil det kræve en domstolsafgørelse at konstatere, om successionsretten kan fraviges. Problemet bør løses i forbindelse med konvensjonsindgåelse. Efterhånden som princippet om universalsuccession er et almindeligt kendt, er der i en række (standard-)kontrakter taget højde for fusionssituationen. At parterne ikke har gjort dette, vil i almindelighed et tegn på, at der ikke er grund til at fravige udgangspunktet.

Fusion er som nævnt en virksomhedsoverdragelse i den forstand, som lønmodtagernes retsstilling ved virksomhedsoverdragelse bruger det. Greb. Efter lovens § 2 indtræder den fortsættende virksomhed umiddelbart rettigheder og forpligtelser i henhold til kollektive og individuelle overenskomster om løn- og arbejdsforhold m.v.<sup>64</sup> Heller ikke denne regel udelukker lønmodtagerne i visse tilfælde kan frigøre sig fra kontrakten og eventuelt kræve erstatning i anledning af fusionen efter almindelige arbejdsmæssige (arbejdsmæssige) regler om ændringer (identitetsskifte) på arbejdsgiverens side. Herved bl.a. U 1983.685 H.

Direktoren kontrakt omfattes ikke af loven om lønmodtageres retsstilling i virksomhedsoverdragelser. I direktorkontrakter er det almindeligt, at der findes regulerende bestemmelser om fusion (og/eller majoritetsskifte,

således også en udtalelse fra Justitsministeriet, refereret i *Advokaten* 24/1983 p.

<sup>62</sup> Jf. også *Gomard/Schaumburg-Müller*, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015, p. 587 f., *Jan Schans Christensen*, Kapitalselskaber, 5. udg., 2017, p. 662. Anderledes *Schaumburg-Müller/Werlauff*, Selskabsloven, 3. udg., 2019, p. 1259. Se herved også 2012.310 H. hvor en fusion mellem to banker ikke gav en långiver ret til indtrælse. Herved *Udsting*, Alm. del, 4. udg., p. 230 f. og *Gomard*, Obligationsretten i en model 3. hæfte p. 243 ff., jf. forsigtigt i samme retning Justitsministeriets udtalelse hertalt ovenfor i note 62.

Sammere bl.a. *Lars Svennung Andersen* m.fl., Lov om lønmodtagernes retsstilling i virksomhedsoverdragelser, 5. udg., 2009.

henholdsvis salg af virksomheden ud af selskabet). Sådanne bestemmelser kan f.eks. omfatte en fusionsklausul om løn i en længere periode, hvis direktøren træder som følge af fusionen eller omvendt en bonusuddeling, hvis direktøren bliver i selskabet efter fusionen.<sup>65</sup>

Det fortsættende selskab indtræder i alle det ophørende selskabs tinglyses, uden videre omregistreres, bankkonti og VP-konti ændres, faste ejendomme naturligvis foretages af ordensmæssige grunde, men kan også være nødvendige for, at der kan disponeres videre over det pågældende aktie. Fusionen må således berigtiges tinglysningsmæssigt, for at det fusionerede selskab selv kan få tinglyst overdragelser m.v., jf. U 2000.2459 H, jf. tilsvarende vedrørende spaltning U 2001.512 Ø.

SL § 250 angiver, hvornår fusionen anses for gennemført, dvs. fra hvilket tidspunkt fusionen får retsvirkning. Dette sker først, når fusionen er besluttet i alle de fusionerende selskaber, eventuelle krav fra kreditorer og kapitalejere er afgjort, og der er valgt bestyrelse eller direktion og eventuelt revisor i et nyt selskab, der måtte være dannet ved fusionen. Fusionen kan dog ifølge § 250, stk. 1, nr. 3, først gennemføres, når kapitalejernes krav om godtgørelse efter § 249 er afgjort, eller der er stillet betryggende sikkerhed for kapitalejernes krav, og vurderingsmændene har erklæret, at deres udtalelse i modsætning til § 241, stk. 4, om vederlaget ikke ansigtes i væsentlig grad. Når betingelserne i § 250, stk. 1 og 2, er opfyldt, bliver kapitalejerne i det ophørende selskab kapitalejere i det fortsættende selskab, for så vidt de skal vederlagges med andele i dette; fra dette tidspunkt anses det ophørende selskab for ophørt og universalsuccessionen gennemført, og fusionen kan tinglyses på selskabets faste ejendomme, registreres i offentlige registre osv.

Ikrafttrædelsesdatoen er ikke nødvendigvis det samme som den aftalte overtagesesdag for det ophørende selskabs aktiver og passiver. Det sidstnævnte tidspunkt er afgørende for, hvornår rettigheder og forpligtelser regnskabsmæssigt anses overgået, jf. § 237, stk. 1, nr. 8, og for fusionens skattemæssige ikrafttræden. Fusionen kan som allerede nævnt ske med tilbagevirkende kraft – såvel regnskabsretligt som selskabsretligt og skatteretligt – til

65. Jf. Mads Bryde Andersen, Enkelte transaktioner, 2004, p. 240, og i det hele Jørgen Boe, Claus Juel Hansen og Jens Lund Mosbek, Direktørkontrakten, 9. udg., 2020. Af taler om bonus m.v. er undergivet regulering i forbindelse med majoritionsovertagelse, jf. takeoverbekendtgørelsens § 19. Se herom nedenfor i afsnit 16.8.4. Denne regulering omfatter ikke fusion, skønt den regulerede problemstilling kan være ganske den samme.

## Kapitel 16. Ophør og strukturændringer

seneste regnskabsaflæggelse. Fusionen kan som nævnt også ske med virkning fremad i tid, jf. § 250, stk. 2. I så fald indtræder fusionens retsvirkninger først på det regnskabsmessige virkningstidspunkt, jf. nærmere i bestemmelsen.

### 16.5.5. Beskyttelse af aktionærers og kreditorers interesser

Efter 1973-lovene kunne de aktionærer i det ophørende selskab, der modsatte sig fusion, kneve deres aktiver indlæst, jf. AL 1973 § 136. De nogenlunde fusionsregler giver ikke indlosningsret.<sup>66</sup> Kapitalejerne må følge med over i det fortsættende selskab, medmindre de vederlægges kontant. Kapitalejernes beskyttelse ligger nu dels i kompetencereglerne vedrørende fusionsbeslutningen sammenholdt med kravene til fusionsgrundlaget, dels i reglen i SL § 249. Hvis kapitalejerne i det ophørende selskab mener, at vederlaget for kapitalandelene i det ophørende selskab ikke er rimeligt og sagligt begrundet, kan de kapitalejere, der har taget forbehold herom på generalforsamlingen, kneve udtagelse af det ophørende selskab. Kapitalejerne behøver ikke at stemme mod selve fusionen. Erstatningsforbehold er tilstrækkeligt. Retten til at foretage godtgørelse er ikke betinget af, at vurderingsmændenes erklaering ikke under vederlaget rimeligt eller sagligt begrundet.

Kapitalejerne i det fortsættende selskab har ikke en særligt beskyttelse i selskabsloven bortset fra reglen i SL § 247, stk. 2, om, at en minoritet kan kneve en generalforsamlingsbeslutning. Det er imidlertid ikke helt sjældent, at et overtaget selskab er væsentligt mindre solidt end forudsat. Verner kapitalejerne i det fortsættende selskab er her de almindelige regler om ansvar for ledelsen, evt. en majoritetsaktionær i det fortsættende selskab, jf. ran i kapitlerne 14 og 12.

Godtgørelseskravet efter § 249, stk. 2, skal gennemføres ved sagsanlæg mod det ophørende selskab. Sagen skal anlægges inden to uger efter, at fusionen er besluttet i alle de fusionerende selskaber. Er der taget forbehold, eller udtages det i vurderingsmændenes udtalelse, at vederlaget ikke er rimeligt eller sagligt begrundet, kan fusionen først registreres efter udløbet af to ugers tiden, jf. § 249, stk. 3.<sup>67</sup> En sag om godtgørelse har kun virkning for de aktionærer, der har rejst sag. Der er ikke en til § 70, stk. 3, svarende regel om, at

Argumentet for at opnåe indlosningsbestemmelser var, at indlosningspligt kan stille sildende krav til selskabets likviditet, at i øvrigt velgrundede fusioner hindres. Se herved reglen om majoritetsoverdragelse i kapitalmarkedsloven, jf. nedenfor i kap. 16.8.

Kapitalejerne kan i enighed beslutte, at der ikke skal udarbejdes vurderingsmandsrapport, jf. SL § 242. I dette tilfælde vil et forbehold være tilstrækkeligt til, at fusionen registreres.

en afgørelse om vederlaget også har gyldighed for de øvrige delmæsser, hvilket i kapitalmarkedslovens § 45. Navnlig det sidste er betenkelsesværdigt, da regnskabsregler angiver – om hinanden.<sup>68</sup>

Fristreglen for sagsanlæg afskærer kapitalejerne fra senere at tilbagevende til regnskabsloven i fusionen, da der ikke er tale om en overenskomst om majoritetsoverdragelse (koncerndannelse) og fusion minder jo – men også her er regnskabsreglerne betenkelsesværdige.

Selskabsloven siger intet om beregningen af en eventuel godtgørelse. Det skal tænkes, at der foreligger en vurdering fra vurderingsmændene, hvor udvælgte kursen i fusionsplanen. Alligevel er det ikke uden videre vist, at udvælgte kursen kan sættes til forskellen mellem den af vurderingsmændene beregnete kurs og kursen efter fusionsplanen. Der findes ikke nogen eksakt riktig kurs, som vurderingsmændene kan fastslå. Såvel betenkelsesværdigheden af det ophavende selskabs forhandlingssituation som dets fremtidsoudsigter i os uden for fusionen er behæftet med betydelig usikkerhed. Det kan i øvrigt ikke være meningen med vurderingen at tilsladesætte sken fra ledelsens side, som urvivlsomt er motiveret ud fra hensyn til selskabets interesser, og som på et rimeligt måde afvejer selskabets alternative muligheder. Som nævnt ovenfor kan det efter omstændighederne være hensigtsmæssigt, hvis vurderingsmændene også angiver en likvidationsværdi, hvis denne er højere end overenskomsprisen, jf. således U 1977.61 H. Majoriteten kan da vælge solvent likvidation, hvis de ønsker det. At flertallet ønsker at fortsætte selskabets virksomhed gennem en fusion, giver ikke automatisk ret til godtgørelse for forselsværdien. Et lignende synspunkt har formentlig også ligget bag den netop nævnte dom, som godkendte anvendelse af børskursen som indløsningskurs, selv om likvidationsværdien klart var større. Selv om indløsningsretten er ophevet, må dommens resultat for så vidt stå ved magt.

Som nævnt er det ikke en betingelse for at kræve godtgørelse, at vurderingsmændene vurderer, at vederlaget ikke er rimeligt eller særligt begrundet. Det er således muligt at få efterprøvet vederlaget helt uafhængigt af vurderingsmændene. Dette er en klar styrkelse af minoritetens retsstilling.

Den tidligere formulering af AL § 134 f angav, at aktionærerne kunne kræve *erstatning*. Med anvendelse af ordet *godtgørelse* i SL § 249 signaleres, at der er tale om en kompensation for en forkert værdiansættelse, som ikke

68. Man kan spørge, om fusion udgør en majoritetsoverdragelse efter kapitalmarkedsloven. Borsen har efter nogen tvivl antaget, at dette ikke er tilfældet, jf. Afgørelser og Udtalelser 1998, nr. 2.2. Afgørelsen tager dog forbehold for situationer, hvor specielle fusionslösninger anvendes med det formål at omgå reglerne om tilbudspligt. Se her til Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, Borsretten, 6. udg., 2019, p. 474.

kræver opfyldelse af de almindelige erstatningsbetingelser. Betingelsen for at få godtgørelse er alene, at domstolen vurderer, at vederlaget ikke er rimelig eller sagligt begrundet.

AL 1973 § 138 indeholder regler om indkaldelse af kreditorerne i det ophørende selskab ved praksis og regler om særligt forvaltning af disse selskabs aktiver, medmindre kreditorerne samtykke i, at dette kunne undlades, eller der stilledes betryggende sikkerhed. Disse regler hvilede på, at fusionen var et debitorskifte. Efter at princippet om universalsuccession er gennemført, kan en fusion gennemføres uden forudgående indkaldelse af kreditorerne eller samtykke fra disse. Bestemmelsen i SL § 243 skal imødekomme risiko for kreditorerne, som ligger i den nye ordning. Hvis vurderingens anden erklæring efter § 242 antager, at kreditorernes stilling ikke tilstrækkeligt sikret efter fusionen, kan kreditorerne i det enkelte selskab, kreditorerne i såvel det ophørende som i det fortsættende selskab, anmode deres fordringer i de respektive selskaber. Det samme gælder, hvis lejene efter § 242 har besluttet, at der ikke skal udarbejdes en vurderingserklæring. Erhvervsstyrelsen skal ved offentliggørelsen af modtagningen af fusionsdokumenterne oplyse kreditorerne om deres rettigheder i situation, jf. SL § 244, stk. 5.

Idelsesretten gælder ikke for kreditorer, der har fået stillet »betryggende sikkerhedsstillelse«. Efter sammenhængen må hermed menes fuldt betryggende sikkerhed – efter Erhvervsstyrelsens praksis typisk en bankgaranti – da denne ikke skal stilles ringere end dem, der er helt uden sikkerhed. For eksempel gælder nemlig, at disse enten kan forlange betaling eller betyde sikkerhed vedrørende henholdsvis de forfaldne og de uforfaldne kreditorer kan kræves fyldestgørelse for de forfaldne fordringer inden kreditorerne må have afklaret eventuelle mellemværender, hvorom der er aftale med kreditorerne og/eller hvorom der evt. verserer retssagen. Det kan gennemføres, når krav, der er fremsat efter § 243, er opført, stk. 1, nr. 2.

Der skal stilles sikkerhed, dvs. om der allerede er stillet »betryggende sikkerhedsstillelse«, eller om tilbuddet sikkerhed er tilstrækkelig, kan afbringes for skifteretten inden to uger efter fordringens anmodning, stk. 4. Fristen er meget kort og levner i virkeligheden ikke til afvente selskabets svar på anmeldelsen og dermed til at opstå en uenighed, som kan indbringes for skifteretten. Derimod, at anmeldelsen udformes således, at den også inkluderer et område om sikkerhedsstillelsen og angiver en kort svar-

giver fra selskabet med angivelse af, at spørgsmålet ellers indbringes i auktoritten.<sup>79</sup> Reglen er ikke procesbesparende. Kreditor kan ikke på forhånd give afskald på den beskyttelse, der ligger i loven om sikkerhedsstillelse, jf. § 243, stk. 5. Omvendt kan kreditor stille sig ønskes ved en aftale om, at gæld forfalder som følge af fusion, jf. også *læs mere* i afsnit 16.5.4.

Hvis kreditorene har ret til at anmelde deres krav, kan anmeldelsen om aktionens gennemførelse først registreres, når 4-ugersfristen for anmeldelsen er udløbet, jf. § 243, stk. 6, og straks nedenfor. Fusionen kan ikke gennemføres, før anmeldte krav er opgjort, jf. § 250, stk. 1, nr. 2.

## 16.6. Spaltning

### 16.6.1. Indledning

Det 6. direktiv om spaltning blev gennemført i 1992. Ved ændringen af anpartsselskabsloven i 2003 blev der mulighed for at gennemføre spaltning af anpartsselskaber. Reglen blev indsat som § 67 a i anpartsselskabsloven. Der kom også til aktieselskabslovens regler om stiftelse og fusion med de fornødne tilpasninger. Ved ændringerne af aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven i 2004 blev aktieselskabslovens spaltningsregler kraftigt udbygget. Denne udbygning kom automatisk til også at gælde for anpartsselskaberne, idet sparselskabslovens § 67 a henviste til spaltningsreglerne i aktieselskabslovens kap. 15. Selskabslovens spaltningstregler, §§ 254-270, gælder som udgangspunkt alle kapitalselskaber, idet der dog i anpartsselskaber kan vedtages en forkert spaltningsproces, jf. nærmere i det følgende. Bortset herfra videreføres de hidtidige spaltningsregler i det væsentlige.<sup>80</sup>

Direktivet om spaltning blev gennemført med en enkelt paragraf i aktieselskabsloven. Ideen hermed var, at spaltningsreglerne har samme struktur som fusionsreglerne, dvs. at de på den ene side skal lette muligheden for at gennemføre en strukturerendring – en slags omvendt fusion – og på den anden side skal indeholde garantier, der beskytter det spaltede selskabs aktionærer og kreditorer. Lettelserne består navnlig i, at overdragelsen ligesom ved fusi-

<sup>79</sup> H. alledes også *Lars Bunch og Søren Corfussen White*, *Selskabsloven*, 3. udg., p. 1102.

<sup>80</sup> Se om spaltning nærmere Erik Jensen m.fl., *Spaltning*, 2005, som bl.a. indeholder påtalegange og forslag til dokumenter og bestemmelser om spaltning. Se bl.a. Henrik Steffensen m.fl., *Transaktioner i selskaber – selskabsret, regnskab og skat*, 2014, p. 499 ff. Erhvervstyrelsen har udarbejdet en omfattende vejledning om spaltning af aktie- og anpartsselskaber, senest opdateret 1. august 2019.

en ske uden kreditorenes samtykke. Garantierne lå i, at aktieselskabslovens regler om apportindskud samt fusionsreglerne blev overført til også u-  
dertil sikret ved en særlig regel om solidarisk, men subsidiær harfælde  
en lovtexniske metode med henvisning til fusionsreglerne »med de for-  
retningsplanens offentliggørelse«. Kreditorene  
gav anledning til tvivl om retstilstanden. Ved ændringen af  
selskabslovene i 2004 blev spaltungsreglerne derfor skrevet ud som et selv-  
digt regelsæt, på de fleste punkter parallelt med fusionsreglerne, men så-  
vel at det ikke er nødvendigt for hver enkelt bruger at tage stilling til, hvad  
hopper i en henvisning til fusionsreglerne. Dette er en klart mere bruger-  
venlig lovtexnik, uanset at antallet af paragraffer derved øges. Selskabsloven  
reforser denne lovtexnik. Ved evalueringen af selskabsloven i 2013 skete  
næppe ændringer i selskabslovens spaltungsregler. Ligesom vedrørende  
spaltungsreglerne ikke ændret indholdsmæssigt, men der er sket en række  
andere ændringer og præciseringer stort set svarende til ændringerne i fusi-  
onreglerne.

Spaltning har bl.a. fået anvendelse som led i generationsskifte og omstrukturering af selskaber. En skattefri spaltning giver mulighed for at opdele selskabets aktiver mellem den ældre og den yngre generation, f.eks. således at den ældre generation beholder værdipapirer og ejendomme, medens barnene overtager driften.<sup>71</sup> En opdeling af et enkelt-selskab i flere kan muliggøre et vis salg af virksomheden eller et samarbejde med andre virksomheder. Det kan også synliggøre værdier i virksomheden og give de spaltede virksomheder et mere veldefineret forretningsmæssigt fokus og klarere markedsprofil.<sup>72</sup> Ved borsnotering af de spaltede selskaber kan selskabernes samlede markedsværdi derfor overstige det spaltedes. Spaltning indgår i så fald i en shareholder value-strategi.

Se om skattefri spaltning nærmere Michael Serup, *Generationsskifte – omstrukturering*, 3. udg., 2019, p. 578 ff., 679 f.

Jf. således Novo Nordisk opdeling i år 2000 af de to hovedområder Health Care og Enzyme Business i henholdsvis Novo Nordisk A/S og Novozymes A/S, begge ejet af holdingsselskabet Novo A/S. Se Philip Rizbjørn i U 2000B, p. 470 f. om den selskabs-  
retlige gennemførelse af spaltningen, og om de forretningsmæssige grunde se NOVO NORDIC HISTORY på selskabets hjemmeside. Datterselskabsmodellen har Novo Nordisk bl.a. brugt ved at lægge sine IT-aktiviteter ud i en selvstændig forretning ved navn Novo Nordisk IT – det nuværende NNIT. Med rødder i Novo Nordisk-koncernen udbyder NNIT IT-løsninger til andre brancher, eksempelvis finans- og sundhedssektoren, jf. [www.nnit.com](http://www.nnit.com).

Af særlig betydning for den praktiske anvendelighed af spaltingssatserne er at fusionsskatteloven i kap. 4, §§ 15 a og 15 b, indeholder regler om skattefri spalting.<sup>73</sup> Spalting kan dog også gennemføres som en skattepligtig, ikke skattefri spalting, hvor det indskydende selskab beskattes af eventuelle avancer, der følger ved spalting hvilket derimod på et successionsprincip, der skal sikre dæmningen.

I det følgende gennemgås hovedelementerne af spaltingssatserne med henblik på de vigtigste forskelle i forhold til fusionsreglerne.

#### 16.6.2. Definition og spaltningsformer

Spalting er en transaktion, hvor et selskabs aktiver og passiver helt eller delvist overdrages til et eller flere bestiende eller nye aktie- eller anpartsselskaber, der dannes ved spaltingens gennemførelse mod vederlag til det spaltede selskabs kapitalejere,<sup>74</sup> jf. SL § 254, stk. 1. De nystiftede selskaber kan være selskaber, der opstår som led i en anden spalting eller fusion, des. selskaber, der endnu ikke eksisterer. Bl.a. af hensyn til kreditorerne skal dette i så tilfælde fremgå af spaltningsplanen og anmeldes til Erhvervsstyrelsen, jf. SL § 254, stk. 3.

Loven betegner det selskab, der spaltes, som *det indskydende selskab* og de selskaber, der får tilsigt aktiver og forpligtelser, som *de modtagende selskaber*.

De danske spaltingsregler omfatter forskellige typer af spaltinger:

1) *Fuldstændig spalting*, hvor det afgivende selskab ophører som led i spaltingen (også kaldet *ophørsspalting*), eller en *delvis spalting*, hvor kun en del af det afgivende selskabs aktiver og forpligtelser overføres til et eller flere modtagende selskaber (*grenspalting*). Ved den delvis spalting vedtages det afgivende selskab således med at bestå.

73. Se om de skatteretlige regler nærmere Aage Michelsen m.fl., Lærebog om selskabsskat, 18. udg., 2019, p. 1089 f., jf. også Henrik Steffensen m.fl., Transaktioner i selskaber – selskabsskat, regnskab og skat, 2014, p. 656 ff., samt Michael Serup, Generationsskifte – omstrukturering, 3. udg., 2019, p. 578 ff., 679 f.
74. Spalting adskiller sig således fra en udskillelse ved *stiftelse af datterselskab* herved, at det ved spalting er selskabets aktionærer og ikke selskabet selv, der modtager vederlaget for de aktiver, der overdrages. Alternativet til en spalting kan også være *salg af en del af virksomheden*. Også her er det selskabet, der får prøveruet.

## Kapitel 16. Ophør og strukturerendringer

2<sup>o</sup> Spaltninger, hvor vederlaget til kapitalejerne i det afgivende selskab ydes i aktier eller anparte i de modtagende selskaber, helt i kontanter eller i en blanding af de to slags vederlag.

3<sup>o</sup> Spaltninger, hvor det eller de modtagende selskaber skal være nye selskaber, der opstår ved gennemførelsen af spaltningen, bestående selskaber el. en kombination heraf.

### 16.6.3. Spaltningsproceduren

Spaltningsproceduren indeholder de samme hovedelementer som fusionsproceduren.

Beslutningen om spaltning træffes i det indskydende selskab af generalforsamlingen, jf. SL § 264. Beslutningen træffes som udgangspunkt med flertal som til vedtægtsændring, jf. SL § 106. Dette majoritetskrav forudsætter, at kapitalejerne modtager stemmer eller andele i de modtagende selskaber i samme forhold som i det afgivende selskab. Er dette ikke tilfældet, skal der nedsættes majoritet til efter reglen i § 107, stk. 2, nr. 5.

I det modtagende selskab træffes bestemmelsen af det centrale ledelsesorgan, medmindre en 5 pct. minoritet eller kapitalejere, der ifølge vedtægterne, jf. SL § 89, kan kræve ekstraordinær generalforsamling, kræver generalforsamlingsbeslutning, jf. § 265, stk. 2. Det anførte gælder dog kun, hvis det modtagende selskab er et bestående selskab. Er der tale om nye selskaber, som opstår som følge af spaltningen, har det ikke mening at kræve en beslutning i de nye selskaber.

SL § 268, stk. 5 og 6, indeholder nogle særegler om den situation, hvor stiftes nye selskaber, eller hvor der sker en kapitalforhøjelse som følge af udkud af aktier og forpligtelser fra det afgivende selskab. I disse tilfælde vil de almindelige regler om stiftelse og kapitalforhøjelse samt kapitalafgang og oplosning i selskabslovens kapitler 3, 10, 11 og 14 ikke anvendes. Hengsæt skal der hurtigt vælges ledelse og eventuel revisor i det nye selskab, jf. § 286, stk. 6.

Baggrunden for, at stiftelsesreglerne ikke skal anvendes, er naturligvis, at ikke skal tegnes kapitalandele på sædvanlig vis. At reglerne om kapitalforhøjelse ikke skal anvendes, hænger sammen med, at spaltningsplanen m.v. de fornødne oplysninger, jf. straks nedenfor.

SL § 268, stk. 5, kodificerer Erhvervstyrelsens hidtidige praksis, hvorefter selskabslovens almindelige regler om kapitalafgang i SL kap. 11 og om oplosning i kap. 14 ikke finder anvendelse, hvis der som led i spaltningen opnås kapitalnedstættelse i det indskydende selskab eller en oplosning af det selskab.

Ligesom ved fusion skal der laves en række dokumenter, som skal dække grundlag for beslutningen om spaltning. Efter § 255 skal de centrale ledelsesorgan i de bestående selskaber (ikke i de eventuelt nystiftede selskaber) opstille og underskrive en *spaltningsplan* indeholdende i det væsentlige de samme oplysninger som fusionsplanen, jf. herom foran i kap. 16.5.2. Spaltningsplanen skal særligt indeholde oplysning om, hvorledes aktiver og forpligtelser skal fordeles mellem de modtagende selskaber, og hvorledes og efter hvilke kriterier vederlaget, herunder kapitalandele i de modtagende selskaber, skal fordeles mellem det afgivende selskabs kapitalejere. Det er ikke et krav, at det afgivende selskabs kapitalejere skal have en forholdsressurssandel i kapitalandelene fra alle de modtagende selskaber. Fordelingen kan også ske således, at nogle kapitalejere i det afgivende selskab vederlagges med kapitalandele i det ene modtagende selskab og andre med andele i det andet (andrc) modtagende selskab, jf. dog herved ovenfor om SL § 107, stk. 2, nr. 5.

Beskrivelsen og fordelingen af aktiver og forpligtelser er en helt central del af spaltningsplanen. Det er selvsagt vigtigt, at beskrivelsen er så nøjagtig, at der ikke opstår tvivl om fordelingen. Efter Erhvervsstyrelsens praksis kan kravet om nøjagtig beskrivelse af aktiver og forpligtelser erstattes af spaltningsregnskabet. Dette gælder fortsat, selv om det ikke mere er obligatorisk at lave et spaltningsregnskab, jf. straks nedenfor. Et spaltningsregnskab opgøri efter årsregnskabslovens regler må dog efter omstændighederne suppleres med beskrivelser af aktiver, som ikke nødvendigvis skal vises efter årsregnskabsloven.

Det kan alligevel ske, at der viser sig aktiver eller forpligtelser, der ikke er fordelt ved spaltningsplanen. I første omgang må der i så fald tages stilling til, om en forklaring af spaltningsplanen kan afgørefordelingen.<sup>75</sup> Er dette ikke tilfældet, indeholder § 255, stk. 5 og 6, nogle supplerende fordelingsregler med hensyn til aktiver og passiver, jf. om stk. 6 også nedenfor.

Foruden spaltningsplanen skal det centrale ledelsesorgan i hvert af de bestående selskaber efter § 256 også lave en *spaltningsredegørelse*, hvori spaltningsplanen forklares og begrundes. Redegørelsen har tidligere skullet vedhæftes et spaltningsregnskab med en eventuel mellembalance. Efter foreningsreformen i 2006 er det frivilligt, om der laves et spaltningsregnskab, men bemærkningerne til ændringen – og til selskabsloven – optæholder styrelsens administrative praksis om, at et spaltningsregnskab kan erstatte kravet til

75. Fx. vil der være en formodning for, at et eventuelt krav som udspinger af et foreningsområde, anses overdraget sammen med foreningsområdet, jf. således Erik Jensen m.fl., *Spaltning*, 2005, p. 78.

## Kapitel 16. Ophør og strukturrendringer

spaltningsplanen om en nøjagtig beskrivelse af fordeling af de aktiver og forpligtelser, der skal overføres. Sker der en kapitalforhøjelse i de modtagende selskaber eller stiftes der nye selskaber, skal der laves en vurderingsberetning.

Ligesom ved fusion skal der, hvis spaltningsplanen er underskrevet mere end seks måneder efter udlobet af det seneste regnskabsår, udarbejdes en *mæltembalance*, jf. SL § 257, stk. 1, samt om mellembalancen ved fusion foran i afsnit 16.5.2.

Der skal endvidere udarbejdes en *vurderingsberetning om apportindskud*, *vurderingsmælkedeklelse om spaltningsplanen* og *vurderingsmandserklæring*, jf. straks nedenfor.

En spaltning indledes med, at der indsendes oplysninger om den påtænkte spaltning med en eventuel spaltningsplan og vurderingsmandserklæring til Erhvervsstyrelsen senest 4 uger efter spaltningsplanens underskrivelse. Spaltningsplanen og vurderingsmandserklæringen skal indsendes i kopi til Erhvervsstyrelsen, som bekendtiger dokumenterne i styrelsens IT-system, jf. § 262, stk. 5. Beslutningen om spaltningen må tidligst træffes 4 uger efter Erhvervsstyrelsens offentliggørelse af modtagelsen af oplysninger om den påtænkte spaltning, jf. § 263.

Den vedtagne spaltning skal anmeldes rettidigt til Erhvervsstyrelsen efter reglerne i § 262, stk. 1. Sker dette ikke, kan spaltningen ikke vedtages.

### 16.6.4. Fravigelse vedrørende anpartsselskaber

Spaltningsdirektivet og kapitaldirektivet omfatter kun aktieselskaber. Selskabsloven har udnyttet dette ved at gøre reglerne om spaltning af anpartsselskaber mere fleksible end reglerne om spaltning af aktieselskaber. Ligesom ved fusionsreglerne gøres det mere klart i de respektive regler, om de kan fraviges, og hvad konsekvenserne er.

Efter SL § 255, stk. 2, kan anpartshaverne i spaltninger, hvor der kun deltaget anpartsselskaber, i enighed beslutte, at der ikke skal udarbejdes en spaltningsplan. I så fald skal der i forbindelse med vedtagelsen af spaltningen tages stilling til en række af de forhold, der ville være indeholdt i spaltningsplanen, jf. herved SL § 266, stk. 2, 3 og 4.

Kravet om udarbejdelse af en vurderingsberetning om apportindskud, såfremt der er tale om kapitalforhøjelser i de modtagende selskaber, gælder kun, såfremt de modtagende selskaber er aktieselskaber, jf. SL § 258.

Anpartshaverne kan efter SL § 263, stk. 2, fravige fristbestemmelsen i § 263, stk. 1, vedrørende beslutningen om at gennemføre spaltningen.

### 16.6.5. Sikring af kapitalejere og kreditorer

Om på dette punkt indeholder spaltningsreglen de samme hovedlinjer som fusionssreglerne.

Efter SL § 259 skal der således forelægge en udtalelse fra virksomheds vurderingsmænd om spaltningsplanen herunder om, hvorvidt vederlaget til kapitalejerne i det indskydende kapitalsekskab er rimligt og muligt beslutte, at der ikke skal udarbejdes en udtalelse om spaltningsplanen. Efter § 260 skal vurderingsmændene også afgive en erklæring om, hvorvidt kreditorerne i det enkelte selskab må antages at være tilstrækkeligt sikrede. Også denne erklæring kan kapitalejere fravælge. Kreditorer kan forlange sikkerhed og kapitalejernes godtgørelse på samme måde som ved fusion.

§ 255, stk. 5, indeholder en regel om fordelingen af aktiver, som ikke måtte være fordelt ved spaltningsplanen, og hvor fortolkningen af denne ikke gør det muligt at afgøre fordelingen. I så fald fordeles aktiverne proportionelt med de nettoaktiver, som er tilfert eller resterer i det enkelte kapitalsekskab efter spaltningsplanen.

§ 255, stk. 6, indeholder en regel om det tilfælde, hvor en del af forpligtelserne ikke måtte være fordelt ved spaltningsplanen, og hvor fortolkning af spaltningsplanen ikke kan afgøre fordelingen; et eksempel kan være en erstatningsforpligtelse, som ikke var kendt ved planens vedtagelse. Her harfter det afgivende og de modtagende selskaber solidarisk, men i det indbyrdes forhold proportionalt efter de modtagne nettoaktiver.

§ 269, stk. 3, indeholder en regel om aftaler, der indgås af selskaber, der opstår som led i spaltninger. Reglen svarer helt til reglen om retsstillingen for et selskabs registrering, jf. foran i kap. 5.6.

### 16.6.6. Hvornår er spaltningen gennemført?

Spaltningen er gennemført og det afgivende selskabs rettigheder og forpligtelser overgået til de modtagende selskaber, når spaltningen er besluttet i alle de bestående selskaber, der deltager i spaltningen, og når eventuelle kapitalejers- eller kreditorkrav er afgjort. Når disse betingelser er opfyldt, bliver kapitalejerne i det indskydende selskab, der har modtaget kapitalandele, kapitalejere i de respektive modtagne selskaber, jf. § 268, stk. 1 og 2 samt stk. 3.

### 16.6.7. Grænseoverskridende fusion og spaltning

Lov nr. 573 af 6. juni 2007 gennemførte det 10. selskabsdirektiv 2005/56 EF om grænseoverskridende fusioner. Loven tog desuden højde for Sevic-dommen, C-411/03. Dette indebar, at gennemførelsesloven både omfattede grænseoverskridende fusioner og spaltninger.

Ved iærstningsloven blev der i aktieselskabsloven indsat et nyt kapitel 15a om grænseoverskridende fusion (Apl. kap. 10A). Anpartsselskabslovens regler henviste i det hele til reglerne i aktieselskabsloven, jf. Apl. § 67b.

Aktieselskabslovens regler om grænseoverskridende fusioner henviste i vidt omfang til de almindelige fusionsregler, ligesom anpartsselskabslovens regler, som nævnt, henviste til reglerne i aktieselskabsloven. Denne loveteknik gav anledning til tvivl om retstilstanden. Dertil kommer, at der ved grænseoverskridende fusioner og spaltninger er særlige hensyn at tage til selskabsdeltagere, kreditorer og medarbejdere.

På denne baggrund blev reglerne om grænseoverskridende fusioner og spaltninger videreført i et fuldt gennemskrevet kapitel 16 i selskabsloven, §§ 271-318.

Da fusionen eller spaltningen vil omfatte selskaber fra mindst to EU/EØS-lande, jf. SL § 271, skal der tages stilling til, hvilket lands regler der skal gælde for fusionen eller spaltningen. For de deltagende danske selskaber skal de handlinger og formaliteter, der skal opfyldes for fusionen eller spaltningen, opfylde de danske krav. Modsvarende skal de udenlandske selskaber opfylde vedkommende landes krav. Erhvervsstyrelsen henholdsvis de udenlandske myndigheder skal udstede en attest herom, jf. SL §§ 289 og 309.

De materielle regler om grænseoverskridende fusioner og spaltninger bygger i det væsentlige fortsat på reglerne om nationale fusioner. De indeholder således de samme krav om udarbejdelse af en fusionsplan/spaltningsplan, om udarbejdelse af en fusionsredegørelse/spaltningsredegørelse, vurderingsmandsudtalelse om fusionsplanen/spaltningsplanen, vurderingsmandserklæring om kreditorernes stilling osv. SL §§ 286 henholdsvis 306 indeholder derudover – i modsætning til de almindelige regler om fusioner og spaltninger – en særlig indløsningsret for kapitalejere i de opgående selskaber, der har modsat sig fusionen eller spaltningen. Baggrunden er naturligvis, at det fortsættende selskab eventuelt kommer til at være under udenlandsk ret, hvilket kapitalejerne kan føle sig utrygge ved.

Reglerne i SL § 311 og følgende indeholder ganske komplicerede regler om medarbejdernes medbestemmelse. Hovedprincippet i direktivet om grænseoverskridende fusion er, at det selskab, der er resultat af en grænseoverskridende fusion, er underlagt de regler om medbestemmelse, der måtte gælde i den medlemsstat, hvor selskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted. Dette betyder for Danmarks vedkommende, at hvis det fortsættende kapitalselskab skal høre under dansk ret, finder SL § 140 om selskabsrepræsentation anvendelse, jf. SL § 311. Tilsvarende gælder ved grænseoverskridende spaltning, SL § 318. Erhvervsstyrelsen har udarbejdet en omfattende vejledning om medarbejdernes medbestemmelse i forbindelse med grænseoverskridende fu-

**medarbejdere og spaltninger.** De særlige regler om medbestemmelse ved grænseoverskridende fusioner og spaltninger henviser til en række bestemmelser i lov om medarbejderindflydelse i SP-selskaber.

## 16.7. Grænseoverskridende flytning af hjemsted

Danmark var et af de første EU-medlemslande, der tog konsekvensen af Vale-dømmen og indførte regler om grænseoverskridende flytning af hjemsted, jf. herved forneden i kap. 4.3.2.<sup>76</sup>

Reglerne blev indsat som et nyt kap. 16 a i selskabsloven. Reglerne er i et visst omfang modelleret over reglerne om internationale fusioner. Ligesom ved internationale fusioner er det særlige hensyn at tage til kapitalejere og medarbejdere, der tvinges til at flytte med til et nyt land med andre regler og samfundsforhold i øvrigt. En forskel i forhold til fusionsreglerne er, at der kun er ét selskab indblandet. Kapitalejerne beholder deres aktier eller afdeler. Der er derfor ikke brug for fusionsreglerne om vederlag.

Proceduren ved flytning minder om fusionsreglerne. Det skal således laves en flytteplan, jf. SL § 318 b. Det skal videre laves en flytneredegørelse, som forklarer flytteplanen samt redeger for flytningens betydning for selskabets kapitalejere, kreditorer og medarbejdere, jf. SL § 318 c. Det skal laves en værdieringsmandserklæring, som forholder sig til, om kreditorerne efter flytningen må antages at være tilstrækkeligt sikret, jf. SL § 318 d. Hvis ikke dette er tilfældet, kan kreditorerne anmelde deres krav efter SL § 318 e. Beslutningen om flytning træffes i det flyttende selskab af generalforsamlingen med vedtægtsmæssigt flertal, jf. SL § 318 h. I modsætning til forholdet ved national fusion kan kapitalejere, der modsætter sig en flytning, kræve indlesning efter reglerne i § 318 k. Medarbejdernes medbestemmelse sikres ved overfløjsomme af reglerne om grænseoverskridende fusion med de fornødne tilpasninger, jf. SL § 318 o. Et dansk selskab kan kun flytte hjemsted til et andet EU/EØS-land, hvis der er en beskyttelse af det danske selskabs medarbejdernes ret til medbestemmelse i den lovgivning, som selskabet kommer til at have under efter flytningen, jf. § 318 a, stk. 3.

Det er en generel forudsætning for flytning, at den lovgivning, som selskabet flytter til eller fra, også tillader grænseoverskridende flytning af hjemsted, jf. § 318 a, stk. 2. For Erhvervsstyrelsen registrerer et selskabs flytning

76. Se om flytning af hjemsted bl.a. Karsten Engsig Sørensen, Selskabsstrukturet, 2015, p. 424 f., jf. også Gro Rosenmarks kritiske analyse af Vale-dømmen og selskabsloven i NTS 2014:1 p. 131 f.

Hvis nogen EU-länder med hensyn til Danmark, skal styrelsen have medvirket om at det nye hovedkvarter tidligere hjemstedts land om, at flytningerne til indkommande og uaflydende udkommende landes regler, jf. SL 44-318 m. art. 318 i Flytningseverglerne bliver først effektive i takt med, at landene indfører nye og grænseoverkridende flytning af hjemsted.

### 18.8 Majoritetsoverdragelse og overtagelsestilbud

Fusion indgår selvfølgelig et opfør af et eller flere selskaber. Virksomhedsøkonomisk er der imidlertid ikke tale om opfør, men (blot) om ændringer i selskabskonstruktionen.

I til fra en virksomhedsøkonomisk betragtning er fusion (ofte) et eksempel i en virksomhedsoverdragelse. Det er ofte lettere – og i hvert fald hurtigere – realisere en virksomheds vækststrategi gennem opkob af andre virksomheder fremfor gennem vækst *indefra*, såkaldt *organisk vækst*. Overtagelse er virksomhed sker i praksis enten ved en *aktivhandel* eller en *aktiehandel*. En *aktivhandel* overdrages virksomhedens enkelte aktiver og aktiviteter, mens overdragelse styres af et sæt kontrakter. Der er ikke tale om særlig regulering, men om kontraktsret. Ved en *aktiehandel* overdrages en hvert til er knyttet bestemmende indflydelse i et selskab. Det er dette kaldes *majoritetsoverdragelse*. Regler om majoritetsoverdragelser er også fremmest i kapitalmarkedsloven med den tilhørende takeoverregler. Kapitalmarkedslovens regler suppleres af eller overslapper en række regler og principper, først og fremmest reglerne i SL 338 og følgende, om overtagelsestilbud i aktieselskaber, der har til handel på et reguleret marked, jf. nærmere i det følgende.

Overdragelse er altså et begreb, der angår aktieoverdragelse som en. Begrebet *overtagelsestilbud* eller *takeover bid* vedrører gangsmåde til erhvervelse af en majoritet. Den består i, at der d direkte til aktionærerne i et selskab med det formål at opnå ejeholdende selskab eller at øge en bestemmende indflydelse, da allerede har (*consolidation bids*).

Tilbud direkte til aktionærerne anvendes ofte i situationer, hvor en frivillig basis er lykkedes at erhverve en majoritetspost ved fusionsforhandlinger med målselskabets ledelse, dvs. vige overtagelser (hostile takeovers).

Midlertid flere og flere tilfælde, hvor overtagelsestilbud med ledelsen i målselskabet. Et sådant overtagelsestilbuds surrogat for en fusion – eller indledning til en sådan.

Der fremstilles typisk et *anbefalet overtagelsestilbud*, dvs. et tilbud, der på et sted er anbefalet af målselskabets ledelse. Fastsættelsen af det centrale vilkår, nemlig prisen, er ofte underbygget ved en såkaldt *fairness opinion* fra en uafhængig investment-bank eller lignende. Selv om denne overtagelsesmetode er fusionstilgående, falder den uden for fusionsreglerne i selskabsbekendtgørelsen, jf. nærmere i det følgende.<sup>77</sup>

De selskabsretlige problemer med majoritetsoverdragelser og takeoverbedrifter er flere:

Majoritetsoverdragelser rejser en række spørgsmål om aktionærernes grundlæggende rettsstilling i selskabet: Skal en aktionær affinde sig med en hver forandring i aktionærkredsen, som kan føre til væsentlige ændringer i selskabets aktivitet og karakter? Skal en (minoritets-)aktionær affinde sig med, at majoriteten sælger sin aktiepost og opnår en overpris, fordi der er tale om en kontrollerende post? Eller kan aktionæren hevde, at han skal have en (lige) andel i den fordel, der ligger i, at nogen ønsker at overtage virksomheden og derfor er villig til at betale en overpris for at opnå kontrol?

Fremstættelse af overtagelsestilbud rejser – ligesom ved fusion – spørgsmål om, hvorledes modtagerne af tilbuddet sikres et fyldestgørende beslutningsgrundlag med hensyn til deres salgsovervejelse. Disse aktionærers situation kan på mange måder sammenlignes med situationen for aktionærerne i det overtagne selskab ved en fusion.

For så vidt angår de selskaber, der handles på Borsen, har de borsretlige regler taget stilling til de rejste spørgsmål. Kapitalmarkedslovens §§ 45 og 46 indeholder regler om *tilbudspligt* ved majoritetsoverdragelser samt regler om fremsættelse af *frivillige tilbud* om overtagelse af aktier i et selskab, der handles på Borsen (§§ 47 og følgende). Nærmere regler om tilbudspligt er givet i Finanstilsynets bekendtgørelse om overtagelsestilbud (takeoverbekendtgørelsen, bkg. nr. 636 af 15. maj 2020).<sup>78</sup> Bekendtgørelsen uddyber de to hovedspørgsmål, nemlig om hvornår der foreligger tilbudspligt, og hvilke krav der

77. Et kendt eksempel på benyttelse af denne fremgangsmåde er Danske Banks overtagelse af Real Danmark. Eksemplet illustrerede bl.a. forskellen mellem oplysningskravene ved fusion og ejer reglerne om overtagelsestilbud, se således Fondsbørsens Afgørelse og Udtalelser 2001 nr. 1.3 vedrørende vedertagning til ledelsen i Real Danmark.

78. Se her til nærmere Paul Krüger Andersen, Niels Jul Clausen, Jesper Lau Hansen, *Børretten*, 6. udg., 2019, p. 463 ff., Jesper Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven*, 2020, p. 345 ff., Paul Krüger Andersen, *Studier i dansk koncernret*, 1997, p. 553 ff. Se også Michael Schauburg-Müller, *Werlauff, Kapitalmarkedsloven med kommentarer*, 2018.

stilles i forbindelse med fremsættelse af frivillige tilbud. Derudover indeholder bekendtgørelsen bestemmelser om konkurrerende tilbud, om betingelser for tilbud, om tilbudsperioder, om tilsyn og lovvælg m.m. Herom henvises til specialliteraturen.

### 16.8.1. Tilbudspligt

I den internationale debat ses forskellige opfattelser med hensyn til, hvad der kan begrunde tilbudspligt i forbindelse med majoritetsoverdragelser. De bemærkninger, der har ledsaget de successive danske regler,<sup>79</sup> har været stabile på dette punkt. Det danske hovedargument for indførelse af en regel om tilbudspligt har hele tiden været risikoen for, at majoritetsovertagelsen medfører ændringer i selskabets forhold til skade for minoriteten. Tilbudspligten er således efter dansk opfattelse først og fremmest en aktiv minoritetsbeskyttelsesregel. Den sætter – i en overtagelsessituation – grænser for, hvilke forandringer i et selskabs liv en aktionær skal tåle. Den giver aktionærer, som bedømmer utsigterne negativt, en mulighed for at slippe ud af selskabet ved at afhænde deres aktier.

Det nævnte minoritetssynspunkt kombineres ofte med en henvisning til et selskabsretligt lighedsprincip.<sup>80</sup>

79. Den første danske regel om tilbudspligt blev indsat i de borsetiske regler, som blev vedtaget i 1979 foranlediget af en henstilling fra EF-Kommisionen til medlemsstaterne. Denne regel videreføres i 1991 i reglerne om oplysningspligtelser henholdsvis som § 7 i de om borsetiske regler. Linjen blev fuldendt med overflytningen af reglen til områdets hovedlov, værdipapirhandelsloven og i implementeringen af takeoverdirektivet i 2005. De efterfølgende ændringer af § 31 og af takeoverbekendtgørelsen indebar en udbygning af reglerne, men ingen radikal ændring. Det samme gælder reglerne i kapitalmarkedsloven.
80. Forarbejderne er herved på linje med præamblen til det dagaeldende forslag til treende selskabsdirektiv, hvor det anføres, at »et krav om ligebehandling af aktionærerne indebærer, at personer, som ønsker at erhverve en vis andel i et selskab, pålægges pligt til at fremsætte overtagelsestilbude«, jf. nu art. 3 i det vedtagne direktiv. Det gælder et aktieretligt lighedsprincip i de fleste lande. Det er imidlertid ikke alle lande, der har haft en regel om tilbudspligt. En sådan regel fandtes bl.a. ikke i Sverige. Rolf Skog argumenterer da også i en analyse »Does Sweden Need A mandatory Bid Rule?«, 1995, p. 41 f., for, at anvendelsen af den selskabsretlige lighedsgrundsætning i denne relation beror på en misforståelse af denne grundsætning, jf. således også SOU 1997:22 p. 287. Se kritisk om tilbudspligten også Jesper Lau Hansen, Kapitalmarkedsloven, 2020, p. 348 f. Med vedtagelsen af takeoverdirektivet blev det obligatorisk at have regler om tilbudspligt i alle medlemslande, jf. direktivets art. 5. Det overlades til medlemslandene at fastsætte den procentandel af stemmerettighedene, der udløser tilbudspligt. Flere lande har en fast lavere grænse, eksempelvis England

Den sociale begrundelse må tages i betragtning when forklaringen og forstørrelsen af reglen om tilbudspligt og tillige ved den detaljerede uddykning af reglen, som er foretaget i takeoverbekendtgørelsen. Se her ved kapitalmarkedslovens § 5 og følgende:

Udtrykket *erhververet* i § 45 skal forstås bredt. Foruden *kb osv.* nævntes også tilfælde, hvor kontrollen skifter som følge af en fusion eller emisjon, ombytning af konvertible gældsbreve, udnyttelse af tegningsretigheder, optioner eller warrants m.v., jf. herved takeoverbekendtgørelsen § 3, stk. 3.<sup>81</sup>

Aktieovergang ved arv og kreditorforsigning udlosser ikke tilbudspligt, jf. § 46, stk. 1, nr. 2, skønt aktieovergang på de nævnte måder også kan medføre umarkante ændringer i selskabets forhold. Undtagelsen forklares med, at det ville underminere grundlæggende hensyn til arvefølge og kreditorhensyn, om der også gjaldt tilbudspligt i disse tilfælde. Undtagelsen gælder kun den aktieovergang, som er en direkte følge af arvefaldet eller kreditorforsigningen. Hvis eksempelvis et pengeinstitut, som har pant i selskabets aktier, overtager aktierne som led i kreditorforsigning, er der ikke tilbudspligt. Det er derimod, når aktierne vidresælges til tredjemand.

Kapitalmarkedslovens § 45 omfatter erhvervelser, der *indirekte* eller *indirekte* omfatter en kontrollerende aktiepost. Med indirekte overdragelser menes på tilfælde, hvor den kontrollerende aktiepost er placeret i et andet selskab eller en anden virksomhed, hvis aktier overdrages.

Tilbudspligt er betinget af, at majoritetsoverdragelsen angår et selskab med aktier, der handles på et reguleret marked. Om de *aktier*, der overdrages, er børsnoterede, eller der er tale om unoterede aktier, er derimod ligegyldigt. Det er magtskiftet i det børsnoterede selskab, der er afgørende. Situationerne kan i øvrigt deles op: Der kan for det første være tale om, at der medfølger en

(30 pct.) og Sverige (30 pct.). Med ændringen af værdipapirhandelsloven i 2014 har Danmark fulgt denne trend, jf. ovenfor i teksten.

81. Dette er dog ikke ensbetydende med, at der altid er tilbudspligt i de nævnte tilfælde. Jf. nærmere Paul Krüger Andersen, Nis Jul Clausen og Jesper Lau Hansen, *Borsretten*, 6. udg., 2019, p. 474 f., og Jesper Lau Hansen, *Kapitalmarkedsloven*, 2020, p. 374 f.

aktiekontrol i et koncernret selskab i betyndelser med overtagelse af en ikke-koncernret virksomhed, hvad enten denne er organiseres i selve koncernen eller ej. Hvis der er tale om overtagelse af en personlig virksomhed, vil overtagelses- og medfølgende aktier skulle sammenlægges med de aktier, som erhververet allerede besidder, og overtagelsen vil udløse tilbudspligt, såfremt den medfører, at kontrollen skifter efter de nedenfor angivne betingelser. Ligger aktie-  
posten i et aktie- eller særpartiselskab, bliver det afgørende, om der overtagte  
selskab er et moderselskab – i den forstand som § 45 angiver, jf. nedenfor, ka-  
dere tilfælde, er der principielt tilbudspligt over for minoriteter i det bremme-  
tende datterselskab. Dette udgangspunkt er nødvendigt, da tilbudspligten ei-  
ges let kunne undgås (omgås) simpelthen ved, at majoritetsposter placeres i  
(holding-)selskab, hvis aktier derefter overdrages.

Reglen om, at indirekte overdragelser omfattes, gælder ikke "hvis over-  
dragelsen sker inden for samme koncern", jf. kapitalmarkedslovens § 46, stk.  
2. Undtagelsen tager sigte på, at koncerninterne omstruktureringer, hvor-  
teten i et borsnoteret selskab skifter ejer inden for koncernen, ikke skal  
tilbudspligt, fordi kontrollen ikke ændres.

nest almindelige konstellation i koncernforhold er, at moderselskabet  
er et, men ikke datterselskaberne. Hvis majoriteten i moderselskabet  
skal der naturligvis gives overtagelsestilbud til dette selskabs mi-  
noritet ikke til minoriteten i datterselskaberne. Begrundelsen er, at  
hjemmel til at pålægge tilbudspligt i forhold til de ikke bors-  
kabers aktionærer.

ingen betingelser med hensyn til erhververens status. Tilbuds-  
pligt uanset om erhververen er en fysisk eller en juridisk person,  
dere globalt dekkende. Udenlandske erhververe af kontolle-  
skal således også give tilbud.

for reglen om tilbudspligt knytter sig som nævnt til, at der  
rolle over selskabet. Efter kapitalmarkedslovens § 44, stk.  
bestemmende indflydelse, når:

ekte eller indirekte besidder mindst en tredjedel af stem-  
met selskab, medmindre det i særlige tilfælde klart kan  
ejerforhold ikke udgøre bestemmende indflydelse.

len, når en erhverver, der ikke ejer mindst en tredje-  
kab, har

tredjedel af stemmerettighederne i et selskab i kraft  
vestorer

3. besidder til at udpege eller ut afslutte flertallet af medlemmer i selskabets centrale ledelsesorgan.

Efter § 44, stk. 3, medregnes ved opgørelsen af stemmerettigheder selskabsrettigheder, der knyttes til aktier, der besiddes af selskabet selv eller dets da-  
tunes aktier dog udløser tilbudspligt, hvis tilbagekøbet skyldes prævalering af  
selskabet, hvormed en person opnår kontrol.

Den vigtigste ændring i § 44 er, at Danmark er gået over til en fast grænse.  
Valget af en tredjedel som grænse begrundes i forarbejderne mod baggrund i  
selskabslovens bestemmelse om, at visse vigtige beslutninger i et selskab  
skal kun træffes af generalforsamlingen med to tredjedele af de stemme-  
stammer. Referencen må være til SL § 106 om vedtægtsændringer.

Overtagelsespligten foreligger ved individuelle overdragelser, når den  
overdragelsen medfører, at de ovennævnte betingelser er opfyldte. Hvis m-  
ajoneten derimod er erhvervet ved et frivilligt tilbud til samtlige aktionærer,  
og der ikke tilbudspligt, jf. § 46, stk. 1. I dette tilfælde er der jo allerede giv-  
et overtagelsestilbud. Reglen sondrer i øvrigt ikke ejer, om overdragelsen  
sker succesivt ved opkøb til markedspris eller ved en umiddelbar erhverve-  
lse af en majoritetspost til en aftalt pris. Begge situationer kan udløse tilbuds-  
pligt, men tilbudsprisen vil være forskellig, jf. straks nedenfor.

Det materielle indhold i § 45 er, at erhververen skal give »alle selskabets  
aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske vilkår«.

Overtagelsespligten gælder »alle selskabets aktionærer«. Det skal således  
fremsettes overtagelsestilbud til samtlige selskabets resterende aktionærer,  
dvs. også aktionærer i eventuelle andre aktieklasser end dem, hvor en  
overtages. Dette gælder, uanset om de pågældende aktier er bessorterede el-  
ler ej.

Overtagelsespligten er i øvrigt todelt: Dels skal de øvrige aktionærer ha-  
ve mulighed for at afhænde deres aktier, og dels skal det ske på identiske  
vilkår. Begge vilkår er væsentlige, og begge vilkår skal opfylles. Normalt  
er der tale om, at aktionærerne får en andel i en kursgevinst, men selv om  
man forestiller sig, at aktierne er erhvervet til markedspris, indeholder  
overtagelsespligten et værn mod en eventuel kursfalingelse, som måtte væ-  
re en følge af overtagelsen.

At afhændelsen kan ske »på identiske vilkår«, kan give anledning til pro-  
blemer. Vilkåret betyder, siges det i bemærkningerne til den tidligere regel i  
værdipapirhandelsloven, »som udgangspunkt ..., at de øvrige aktionærer skal  
tilbydes en pris, der svarer til den pris, som erhververen selv har betalt for ak-

tilbuddens. Hvad der nærmere skal forstås ved »identiske vilkår«, fremgår af takeoverbekendtgørelsens § 13 og følgende.

Hvis der kun er én aktiekasse, er problemet ikke stort. Her skal købsul-  
tøret mindst være den kurs, som overdrageren har afhændet aktieposten til,  
uanset om overtageskursen er lig med eller forskellig fra borskursen. Er  
overtagelsen af den kontrollerende aktiepost ikke sket på en gang, kan man  
forestille sig, at den er sket til forskellige kurser. I så fald skal den højeste  
kurs legges til grund. Dette højeste kurs-princip er fundamentalt både rigtigt  
og nødvendigt for at opnå ligestilling for aktionærerne. Det må dog undergi-  
ves visse begrænsninger. Det bør således kun gælde for handler, som står i  
umiddelbar tidsmæssig forbindelse med overtagelse af majoritetsposten, se  
takeoverbekendtgørelsens § 13, stk. 1, dvs. inden for de seneste 6 måneder.  
Finanstilsynet kan regulere den tilbudte kurs efter reglerne i bekendtgørelsens  
§ 15 og herunder udvide tidsperioden til 12 måneder. Regulering kan eksem-  
pelvis ske, hvis kursen på de pågældende aktier er blevet manipuleret, hvis  
den er påvirket af ekstraordinære begivenheder, eller hvis tilbuddet afgives  
med henblik på at redde et nødligende selskab, jf. § 15, stk. 1.

Hvis der er flere aktiekasser og/eller både noterede og unoterede aktier, er  
det vanskeligt præcist at angive, hvad »identiske betingelser« er. Hoved-  
princippet i reglerne er at give de forskellige aktiekasser forholdsmaßig an-  
tel af overkursen, jf. nærmere bekendtgørelsens § 14.

Kapitalmarkedslovens § 45 krever, at erhververen »skal give alle selska-  
gets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier ...«. En tilbudsgiver er  
således inden for tilbudsperioden afskåret fra at opkøbe aktier på markedet til  
en bedre kurs uden at give tilbud til de øvrige aktionærer. Det følger af take-  
overbekendtgørelsens § 7, stk. 1, at efterfølgende erhvervelser, der måtte ske  
den for 6 måneder efter tilbudsperioden, og som sker på bedre vilkår end  
de i det tilbudsdocument, som den nævnte bestemmelse krever udar-  
ejdet, har som konsekvens, at de øvrige aktionærer må kompenseres.

Indgår tilbuddsgiveren inden tilbuddets afslutning aftale om køb af aktier i  
selskabet på mere fordelagtige vilkår end dem, der er i henhold til et til-  
budsdocument tilbydes aktionærerne, skal tilbuddsgiveren som minimum for-  
sige sit tilbud til de øvrige aktionærer tilsvarende, jf. bekendtgørelsens § 6,  
nr. 1. Både §§ 6 og 7 er en følge af princippet om ligebehandling. Man kan  
undgå tilbudspligt ved, at flere samarbejder om at opnå kontrol. Til-  
budspligten gælder også for personer, der »handler i forståelse« med en er-  
hverver, jf. kapitalmarkedslovens § 45 og takeoverbekendtgørelsens § 2, nr.  
2. §§ 6 og 7.

**16.8.1. Tilbudsdocument. Pligtmæssige og frivillige tilbud**  
 Det er som nævnt vigtigt for aktionærerne, at de kan bedømme, om et tilbud er attraktivt. Kapitalmarkedsloven og takeoverbekendtgørelsens sikrer, at aktionærerne får de fornødne oplysninger. Kravene om oplysninger er vissest nu udvidet ved den seneste takeoverbekendtgørelse. Kapitalmarkedslovens § 48, jf. takeoverbekendtgørelsens § 3, stk. 2, foreskriver, at tilbud, der afgives efter § 45 – pligtmæssige tilbud – skal foreligge i form af et (skriftligt) tilbudsdocument, som skal udarbejdes og offentliggøres af erhververen. Et tilbudsdocument skal ligeledes udarbejdes, når der i øvrigt fremsættes offentlige tilbud om at overtage aktier – frivillige tilbud – jf. lovens § 48 og bekendtgørelsens § 4. Dokumentet skal ifølge bestemmelserne indeholde oplysning om tilbuddets økonomiske og andre vilkår, herunder frist for accept af tilbuddet, samt en række andre oplysninger, som må anses for fornødne, for at aktionærerne kan danne sig et velbegrundet sken over tilbuddet. De nærmere krav findes i takeoverbekendtgørelsens § 10.

Hvis dette mål skal nås, må tilbudsdocumentet blive ganske omfattende. Forurbejderne sammenligner med prospektkravene ved børsintroduktion m.v. og ansører, at kravene til tilbudsdocumentet er båret af nogle af de samme beskyttelseshensyn, som ligger bag prospektkravene. Nyere punkter omfatter bl.a. krav om, at det skal redegøres for, hvorledes tilbuddet skal finansieres. Efter bekendtgørelsens § 8 har tilbudsgiver pligt til at sikre, at modydelsen kan erhægges. Tilbud kan således ikke bare gives på skrømt. Centrale krav er oplysninger om overtagerens identitet og hensigter med overtagelsen samt overtagelsesvilkår, herunder overtagelsespris (kursen), betalingsmåde (kontant/aktier i det overtagende selskab) og betalingstid. Målselskabets bestyrelse skal udarbejde en redegørelse til selskabets aktionærer om fordel og ulemper ved tilbuddet, jf. takeoverbekendtgørelsens § 22 og nærmere nedenfor.

Af stor betydning er også, at alle tilbudsdocumenter skal fremsendes til og godkendes af Finanstilsynet. Finanstilsynet påser inden tilbudsdocumenternes offentliggørelse, at kravene til tilbudsdocumenter og tilbudsannoncer er opfyldt, jf. takeoverbekendtgørelsens §§ 31 og 32. Da kravene i § 10 dels er formulert ret generelt og dels er minimumskrav, kan Finanstilsynet medvirke til at sikre, at aktionærerne får alle relevante oplysninger.

### 16.8.3. Ledelsens pligter i forbindelse med fremsættelse af overtagelsestilbud

Takeoverdirektivet klargør nogle vigtige spørgsmål i forbindelse med fremsættelse af overtagelsestilbud.

Art. 9 i direktivet tager stilling til ledelsens ret til at foretage *defensive* foranstaltninger i anledning af et *fremsat overtagelsestilbud*. Sådanne foranstaltninger kan efter direktivets deklaratoriske regel kun iværksættes mod generalforsamlingens forudgående accept. En anbefaling af dette indhold er formuleret i Anbefalinger for god Selskabsledelse punkt 1.3. Som eksempel kan nævnes, at ledelsen ikke bør udnytte eventuelle bemyndigelser til kapitaludvidelser eller til at erhverve egne aktier. Reglen i art. 9 er indført i SL § 339 som en frivillig regel.

Takeoverdirektivet forhindrer ikke medlemslandene i at tillade vedtagtsmessige regler eller andre hindringer, der vanskeliggør overtagelse.<sup>61</sup> Den mest kontroversielle del af takeoverdirektivet angår den såkaldte *break-through-regel*, dvs. en regel om, at indskrænkninger i retten til at overdrage aktier samt stemmeretsbegrensninger ikke kan gøres gældende i tilbudsperioden, og at de nævnte begrænsninger ikke kan gøres gældende mod en tilbudsgeber, der har erhvervet 75 pct. af den stemmeberettigede kapital.

Bl.a. de nordiske lande var stærkt imod en tvingende regel af dette indhold.<sup>62</sup>

I det vedtagne direktiv blev kompromiset, at direktivets art. 11 indeholder den nævnte gennembrudsregel. Til gengæld er ordningen valgfri for de enkelte medlemsstater, jf. art. 12. Hvis en stat fravælger art. 11, skal den dog give det enkelte selskab mulighed for at anvende art. 11. Medlemsstaten kan fristge selskaber, der vælger at anvende art. 11, herfor, hvis der fremsættes et tilbud fra et selskab, der ikke er omfattet af de samme regler (reciproicitet).

Som forventet har Danmark fravalgt art. 11 og samtidig udnyttet bestemmelser om reciproicitet. Dette er sket med reglerne i SL kap. 18. Reglerne om gennembrud – i selskabsloven benævnt *suspension* – findes i lovens §§ 340 og følgende. Hovedreglen i § 340 er, at generalforsamlingen med vedtagtssægtigt flertal efter § 106, henholdsvis flertal efter § 107, stk. 3, kan træffe enstemmelse om, at »særlige rettigheder eller begrænsninger, der knytter sig til aktiebesiddelsen eller til den enkelte aktie, suspenderes, hvis aktieselskabet

Se herved om defensive foranstaltninger bl.a. Paul Krüger Andersen, Niels Jørgen Christensen, Jesper Lau Hansen, *Børsretten*, 6. udg., 2019, p. 515 ff.

Se herved bl.a. Jesper Lau Hansen, NTS 2003:4 p. 452 f. samt Rolf Skog samme satz p. 466 f. Et af argumenterne mod breakthrough-reglen er, at den kun regulerer en del af de mulige metoder til at forhindre overtagelse, se herved Werlauff i Hyldeskridt til Jørgen Nørgaard, 2003, p. 1003 f. med den sigende titel »Forsvarsstillingerne om grupperes». Se ligeledes om samme emne Werlauff i U 2005B, p. 82 f. og samme i U 2008B, p. 50 f. Se også Karsten Engsig Sørensen i NTS 2003:4 p. 494 f. om crossholding.

Hvor gennemført for et overtagelsesstilbuds. Virkningen af suspension, er at der i § 341, at begrænsninger i retten til at overdrage eller erhverve aktier, som er givet i målselskabets vedtægter eller i henhold til aftale, ikke kan gøres gældende.

Hvis selskabet har vedtaget suspension efter § 340, kan en tilbuds giver, der har erhvervet 75 % eller mere af den stemmeberettigede kapital, indkalde et ny generalforsamling mod det formål at ændre vedtægterne eller udskifte medlemmer af bestyrelsen, jf. § 343. På denne generalforsamling kan stemmeforbegegningsnøgler, stemmeretsdifferenciering og særlige rettigheder til at udpege bestyrelsensmedlemmer ikke gøres gældende, jf. § 341, stk. 3. Suspensionen gælder kun for denne første generalforsamling, så tilbuds giveren må bruge for at benytte denne lejlighed til at gennemføre de ønskede ændringer. Suspension er et alvorligt indgreb i aktionærernes rettigheder.<sup>84</sup> Det bestemmes derfor i § 344, at en tilbuds giver skal yde kompensation til de aktionærer, som miste lidt et økonomisk tab ved suspensionen. Tilbuds giver skal tilbyde en kompensation, som skal beregnes med udgangspunkt i markedsverdiens for de pågældende aktier. I tilfælde af uenighed fastsættes kompensationen af et domstol, jf. § 344, stk. 3.

Som ved bestemmelsen om generalforsamlingsgodkendelse (§ 339) gælder der også i forbindelse med suspensionsreglen en betingelse om reciprociitet, jf. § 341, stk. 4.<sup>85</sup>

Der vil kun være få danske selskaber, der vil vælge at indføre break-through-regler. Det vil i så fald være selskaber, der tror på, at en strategi om at være åben for overtagelse vil være motivation til, at selskaber ledes effektivt i aktionærernes interesse, altså efter shareholder value-konceptet.<sup>86</sup>

Medens reglerne om suspension ikke har fået den store praktiske betydning, har reglerne om tilbud og ledelsens forpligtelser i forhold hertil stor betydning. Direktivets art. 9, stk. 5, indeholder en bestemmelse om, at målselskabets ledelse skal udarbejde et dokument om ledelsens stilling til et fremsat tilbud. Dokumentet skal som nævnt give aktionærerne et grundlag for at vurdere, om de skal sælge. Direktivets krav om bestyrelsers redegørelser er gennemført i Danmark ved takeoverbekendtgørelsens § 22. Efter takeoverbekendtgørelsens § 22 skal bestyrelsen i målselskabet udarbejde en redegørelse

84. Hj. herved bl.a. Ulf Bernitz i Ulf Bernitz (ed.) Modern Company Law for a European Economy, 2006, p. 170 f.

85. Se herom Marco Bechts indlæg »Reciprocity in Corporate Takeover« i Ulf Bernitz (ed.), p. 63 f. Se også Jonathan Rickford samme sted p. 199 f. vedr. UK.

86. Jf. således nærmere Michael Storgaard i NTS 2005:2 p. 83 »Takeoverdirektiv: Break-throughregel: To opt in or not to opt in?«.

til selskabets aktionærer om fordele og ulemper ved tilbuddet set i forhold til selskabets forventede udvikling, herunder konsekvenserne for alle selskabets interesser, særligt beskæftigelsen og tilbudsnavnens strategiske planer fra etakset, ift. herved kravene til tilbuddsdokumentet i bekendtgørelsen § 10 treden, således at aktionærerne har rimelig tid til at overveje tilbuddet. Redegørelsen skal offentliggøres inden udlebet af første halvdel af tilbudsnavnens skabelse, således at aktionærerne har rimelig tid til at overveje tilbuddet. Redegørelsen skal både offentliggøres ved annoncering og på selskabets hjemmeside samt fremsendes direkte til de nævnte nedenfornevede aktionærer, begge dele på tilbudsnavnens regning. Redegørelsen skal også meddeles konmodtagerne til deres repræsentanter. Ledelsen skal ligecedes fremkomme med en redegørelse ved ændring af et tilbud og ved fremkomst af konkurrerende tilbud.

Redegørelsen skal indeholde bestyrelsens holdning til tilbuddet. Det kan være en anbefaling eller det modsatte, men bestyrelsen kan også forholde sig neutralt. Bestyrelsens holdning skal være begrundet.

Over tid er der sket en væsentlig udvidelse af indholdet af de bestyrelsens-

redegørelser, der afgives.<sup>77</sup>

En særlig selskabsretlig problemstilling angår spørgsmålet om bestyrelsens mulige interessekonflikter i forbindelse med afgivelsen af den efter loven krævede redegørelse. Det følger af lovkravet, at bestyrelsen ikke generelt er kompetent, men konkret kan der forelægge en situation, som bør udelukke bestyrelsen eller enkelte medlemmer af bestyrelsen fra at underskrive redegørelsen eller fra at give en bestemt anbefaling. Hverken lovgivningen eller forarbejdningerne angiver nærmere om, hvorledes problemet bør løses. Problemet er vanskeligt. To – muligt modsatrettede – hensyn er i spil: På ene side har bestyrelsen efter de selskabsretlige regler loyalitetspligt i forhold til selskabet. Bestyrelsen skal varetage selskabets interesser i en situation, hvor en overtagelse uundgåeligt vil påvirke ledelsens fremtid. De fleste tilfælde fører til væsentlige ændringer i selskabets strategi, til overvejelser bør ske ændringer i ledelsen, m.v. Hvad enten en tilbudsnavnens bestyrelse ønsker den nuværende ledelse eller ej, må dette uundgåeligt påvirke bestyrelsens holdning til tilbuddet.

anden side er der et kapitalmarkedsretligt hensyn. Bestyrelsen har anskendskab til selskabet, og det er både naturligt og rimeligt, at bestyrelsen stiller den viden til rådighed for aktionærerne i forbindelse med

<sup>77</sup> Andreas Hallas Pedersen i NTS 2005:2 p. 99 f., samme i NTS 2005:4 p. 74 og Christian Kramarz i NTS 2012: 3-4 p. 84 f. og Jarl Philip Oster i NTS 2015:4 p. 50 og sidstnævnte artikler indeholder en analyse af alle redegørelser i perioden 2005-2015, i alt 20 redegørelser. Senere redegørelser er bl.a. Expedits redegørelse af 2017 samt Nets redegørelse af 23. oktober 2017.

bestyrelsens overvejelser om, hvordan de skal forholde sig til overtagelsen. Det bestyrelsens redegørelse efter takeoverbekendtgørelsen må balancere de potentielle hensyn. Det kapitalmarkedsretlige hensyn taler for, at bestyrelsen ikke skal have forhold på en syddestgerende måde beskriver selskabets nuværende og fremtidige situation, og navnlig at bestyrelsen forholder sig til mulige habilitet- og interesekonflikter.

I praksis ses forskellige løsninger. Det mindste krav, der bør stilles, er, at redegørelsen er åben omkring mulige interesekonflikter.<sup>11</sup>

#### 16.8.4. Aftaler om bonus m.v.

I forbindelse med lovindgrebet mod kapitalfonde i 2007 blev der i værtips-  
planlægningen indført hjemmel for Finanstilsynet til at udstede regler om

11. Særligt Expedits som Nets redegørelse, begge omtalt i note 85 ovenfor, indholder op-  
lysninger om (mulige) interesekonflikter. Det fremgår af redegørelsen vedrørende  
punkt 3.4, at »af hensyn til den potentielle interesekonflikt havde bestyrel-  
sen medlemmer, der repræsenterer Tilbudsgiver... ikke deltaget i drøftelserne (om  
overtagesstilbuddet), og de har heller ikke deltaget i udarbejdelsen af denne besty-  
relsens redegørelse. Det fremgår endvidere af redegørelsens punkt 3.5 med overenkom-  
sten »Om bestyrelsens habilitet« at »Ved afgivelsen af denne redegørelse har bestyrel-  
sen ønsket at jagtage samtlige aktionærers interesse. For at sikre dette og at der ikke  
kan opstå tvivl om bestyrelsens habilitet, har bestyrelsen i enighed besluttet, at Car-  
lief Wauw og Bernhard Renzhofer (begge tilknyttet tilbudsgiver) ikke har deltaget  
i udarbejdelsen og godkendelsen af denne bestyrelsesredegørelse.«

Redegørelsen i Nets gennemgår bl.a. selskabsstruktur og aktionærerede. Det  
fremgår heraf, at både bestyrelse og direktion ejer aktier i selskabet, som vil blive in-  
sat i forbindelse med overtagelsen. To medlemmer af bestyrelsen ejede ikke person-  
lige aktier, men var indstillet af den største aktionær, som ejede 39,9 % af aktieposi-  
tionerne og stemmerettighederne i selskabet. De to medlemmer havde en mindre ac-  
tionær interesse i tilbudsgiver. Som følge af denne tilknytning deltog disse to med-  
lemmer hverken i bestyrelsens drøftelser eller afstemninger vedrørende tilbuddet,  
herunder bestyrelsens anbefaling til aktionærerne om at acceptere tilbuddet. Re-  
degørelsen oplyser om diverse incitamenter for bestyrelsen og Executive Committee i for-  
bindelse med tilbuddet, herunder aktieoptioner og et fastholdelsesprogram. Dette in-  
hold gav ikke anledning til ikke at deltag i bestyrelsens anbefaling.

Under overskriften »Retsfærdighedsudtalelse« oplyses, at JP Morgan som finan-  
sugivrer har udarbejdet en *fairness opinion* til bestyrelsen om tilbuddet.

Begge de citerede redegørelser lever op til et krav om libenhed vedrørende mulige  
interesekonflikter, jf. ovenfor i teksten. Fælles for redegørelsene er, at tilknytning til  
tilbudsgiver fører til, at de pågældende ikke deltar i udarbejdelsen af bestyrelses-  
redegørelse.

forbud mod indgåelse af aftaler om bonus eller lignende ydelser i forbindelse med overtagelsesstilbud.

Forbuddet siger bl.a. mod de såkaldte *stay on*-bonusser, som angiveligt gør selskabets ledelse efter en overtagelse. Set fra overtagelsesstilbuds side kan det være formålsmæssigt at sikre, at der fortsat er en god ledelse, men set fra aktionærers side kan tildeling af særlige bonusser rejse tvivl om, hvem der i en forhandlings situation handler i aktionærernes interesser. Stillet over for udsigten til en betydelig bonus er der en åbenbar loyalitetskonflikt.

Bemyndigelsesreglen er udnyttet ved takeoverbekendtgørelsens § 19. Etter denne bestemmelse må tilbuds giveren eller personer, der handler i forbindelse med tilbuds giveren, og målselskabets bestyrelse fra tidspunktet, hvor tilbuds giver indleder forhandlinger med målselskabet og indtil forhandlingerne afsluttes, eller et overtagelsesstilbud gennemføres, ikke indgå aftaler eller forhandle med selskabets ledelse.

Reglen prøver at modvirke, at tilbuds giver søger – f.eks. gennem bestyrelsenes redegørelse – at påvirke ledelsen til at anbefale aktionærerne at sælge ved at stille en bonus i udsigt. Efter ordlyden omfatter forbuddet kun det forhold, at der er indgået en aftale eller foretaget ændringer i bestående aftaler. Og den rammer kun forhold i forhandlingsperioden. I et forhandlingsforløb er det imidlertid klart, at også de fremtidige ledelsesforhold er til diskussion. Bestemmelsens rækkevidde er derfor lidt usikker. Det kan være svært at bestemme, om der faktisk er indgået en aftale eller måske blot lagt op til en sefastholde ledelsen ved en særlig bonusordning.

Reglen i takeoverbekendtgørelsen skal sammenholdes med udbynereglene i SL § 184. Efter SL § 184, stk. 1, kan der ikke udbetales midler fra selskabet i de første 12 måneder efter gennemførelsen af overtagelsen, medmindre tilbuds giver har oplyst om dette i tilbuds dokumentet, jf. § 184, stk. 2. Dette gælder dog ikke, hvis udbetalingen sker på baggrund af særlige konkrete omstændigheder, som forbedrer selskabets situation, og som ikke var påregnelige ved udarbejdelse af tilbuds dokumentet.

## 16.9. Omdannelse

Et aktieselskab kan omdannes til et anpartsselskab og vice versa. Bestemmelser herom findes i selskabslovens kap. 17, § 319 og fulgende. Reglement

oversigt over i det vigtigste de hidtidige regler i aktieselskabsloven og an-

Nægter af selskabsloven.  
 Omdannelsen er ikke et ophør af selskabet, men kan gennemføres som en udvidelse af selskabets vedtægter med det dertil formede flertal.  
 Omdannelsen er således ikke udtryk for et skyldnerskifte i forhold til selskabets kreditorer eller et ejerskifte i forhold til pantehavere. Den udløser heller ikke aktieselskabets retsforhold eller i bestående kontrakter. Selskabet bevarer også sit CVR nr. Omdannelsen er sket, når vedtægtsændringerne er registreret og be-

lægget i Erhvervsstyrelsens IT-system, jf. § 320 henholdsvis § 322.<sup>89</sup>

Den ændring af selskabets grundlag, der sker ved overgangen til et andet selskab, henholdsvis om aktieselskaber og anpartsselskaber, må aktionærerne og apportehavene finde sig i. Det kan derimod tænkes, at der i forbindelse med omdannelsen gennemføres vedtægtsændringer, der medfører en sådan udvidelse af eller forandring i aktionærernes eller apportehavernes retsstilling, at de skarpeste krav efter minoritetsbeskyttelsesreglerne kommer til at opstå.

Ved omdannelsen må kravene i de nye selskabsregler tagges. På nogle punkter iher selskabsloven en omdannelse lettere. Eventuelle stemmefrilse an-

gaver kan således nu omdannes til stemmeløse aktier, jf. foran i kap. 6, og disse aktier bliver blot til egne anparter.<sup>90</sup>

Omdannelse af et anpartsselskab til et aktieselskab har på nogle punkter stillet med stiftelse af et aktieselskab. Minimumskapitalen for aktieselskaber skal således være tilvejebragt, før omdannelsen kan registreres.

Silfesesreglerne ved apportindskud er på nogle punkter strengere for aktieselskaber end for anpartsselskaber. Bl.a. indeholder selskabsloven ikke et bestemmelse om efterfølgende erhvervelser fra stiftere og apportehavere. SL § 319, stk. 1, bestemmer, at SL §§ 42-44 om efterfølgende erhvervelser findes tilsvarende anvendelse på erhvervelser efter beslutningen om omdannelse af anpartsselskaber til aktieselskaber. Den heri liggende garanti er

89. Se herved U 1979-640 V, som afviste tinglysning af et losrepantebrev, inden denne registrering var sket, jf. reglen i Apt. § 8, stk. 1. Se også U 1998-1745 Ø og TIS 2000-485 vedvarende spørgsmålet, om der skulle betales aktieafgift (overdragelse af aktier, men ikke anparter, udleste aktieafgift. Aktieafgiften er afskaffet).

90. Sålenes der i forbindelse med omdannelsen sker en sådan ændring af de eksisterende aktie- eller anpartsklassers rettigheder m.v., vil der eventuelt være grundlag for i skattemessig henseende at anse de pågældende aktier eller anparter for afslidt og erstattet med nye anparter eller aktier. Der vil således i givet fald inddræske avancebeskatning ved vedtægtsændringen, jf. herved *Aage Michelsen m.fl., Lærebog om indkomstskat*, 17. udg., 2017, p. 445 f.

*Afsnit 7B. Optak til erhvervsmægter  
meddert uden virkning, hvis det efterfølgende erhvervslse allerede er sket  
inden omdannelse.*

Ved evalueringen i 2013 er det gjort klart ved en tilføjelse til § 319, at os-  
decksafortsundet i ST § 31 også gælder ved omdannelse af anpartsselskaber  
til aktieselskaber.

# Litteratursortegnelse

- Andreasen, Michael, Vejledning i gennemførelse af juridisk due diligenc, 1999
- Andreasen, John R. og Harry G. Henn, *Laws of Corporations and Other Business Forms*, 5. udg., 3<sup>rd</sup> edition, New York 1983. Med supplement
- Corporate Law Institut, *Principles of Corporate Governance Analysis*, 7<sup>th</sup> udgave, 2011
- Dobson, Miles and Frank Woolridge, *European Comparative Company Law*, Cambridge, 2009
- Falster, Mads Henry, *Aksjeselskaber & Allmennaksjeselskaper*, 3. udg., 1995, 2007
- Falster, E. Løgø, *Aktivhåndelsaftaler*, 2004
- Falster, E. Løgø, *Aktionæroverenskomster*, 2003
- Falster, E. Løgø, *Kontrakter om virksomhedskob*, 1991
- Falster, Klaus Stubkjær, *Ledersansvar og ledelsesansvarsforsikring*, 2011
- Falster, Lars Svenning, Bjarke Vejby og Jeppe Hoyer Jorgensen, *Kommittéet til Jan* om Lemmodtageres Retsstilling ved Virksomhedsoverdragelse, 5. udg., 2009
- Falster, Lennart Lyngé, *Fra stiftelse til fond*, 2002
- Falster, Lennart Lyngé, *Fonde og Foresninger* 1, 6. udg., 2009
- Falster, Lennart Lyngé, *Aftaleloven*, 6. udg., 2014
- Falster, Lennart Lyngé, og Palle Bo Madsen, *Aftaler og mellemlæmmend*, 7. udg., 2017
- Falster, Lennart Lyngé, Erik Werlauff & Niels Orgaard, *Holdingselskaber*, 1998
- Falster, Lennart Lyngé og Jørgen Norgaard, *En fondsbestyrelsес arbejde*, 2002
- Falster, Lennart Lyngé og Peer Schaumburg-Müller, *Finansselskabret*, 2010
- Falster, Lennart Lyngé og Peer Schaumburg-Müller, *Tegning og fuldmagt*, 2010
- Falster, Mads Bryde, *Grundlæggende aftaleret*, 4. udg., 2013
- Falster, Mads Bryde, *Praktisk aftaleret*, 5. udg., 2019
- Falster, Mads Bryde, *Enkelte transaktioner*, 2. udg., 2011
- Falster, Paul Krüger (red.), *Selskabers Organisation*, 1997
- Falster, Paul Krüger, *Studier i dansk konkurrencest*, 1997
- Falster, Paul Krüger, Nis Jul Clausen og Jesper Lau Hansen, *Borsretten*, 6. udg., 2019
- Falster, Paul Krüger og Mette Neville, Flemming Jacobsen, og Frank Pedersen, *Aspekter i juridisk, skattemæssig og økonomisk belysning*, 1987
- Falster, Paul Krüger, Nis Jul Clausen og Rolf Skog (eds) *Shareholder Conflicts*, 2006
- Falster, Paul Krüger og Karsten Engsig Sørensen (eds) *Company Law and Finance*, 2011
- Falster, Peter Krüger, *EU Trading Venues*, 2018
- Falster, Tomas Krüger, *Private Equity*, 2013
- Falster, Per Vestergaard, *Corporate Finance*, 2004
- Falster, Edward, Nils Mattsson, Aage Michelsen, Frederik Zimmer, *Det nordiske selskab med kommentarer*, andr. uppl., 1991

## Litteraturforlægning

- Andersson, Jan, Om vinrättning från aktiebolag, Uppsala, 1995
- Andersson, Sten, Svante Johansson, Rolf Skog, Aktiebolagslagen, Del I-II, Stockholm 2018
- Arridsen, Niels, Aktieägarval, 2010
- Armusico, Steffen og Geir Gustavsson, Utvidet aksjonæransvar – ansvarsgennombrud, Jægers Venner, Oslo 1995
- Auzdahl, Aktieselskabet eller norsk rett, 3. utg., Oslo 1959
- Bainbridge, Stephen M. Corporation Law and Economics, N.Y., 2002
- Bainbridge, Stephen M., Corporate Law, 3rd ed. 2015
- Balling, Morten, Financial Management in the New Europe, Oxford UK og Cambridge USA, 1993
- Balling, Morten, Elisabeth Hemmey og Richard O'Brian (ed.), Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence, Dordrecht/Boston/London, 1999
- Banner-Voigt, Erik og Søren Rasmussen, Aktielan, 4. udgave, 2009
- Banca, Fabrizio, Marco Becht, The Control of Corporate Europe, Oxford/N.Y. 2001
- Bartlett, Christopher A. og Sunmtra Ghoshal, Managing Across Borders, Boston 1989
- Baumbach/Hueck, Kurtzkommentar GmbH-Gesetz, 21. Aufl., 2017
- Baums, T (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Köln, 2001
- Baums, T. og E. Wyneersch (eds), Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States, 1999
- Baums Theodor/Peter Ulmer (Hrsg.), Unternehmens-Mitbestimmung der Arbeitnehmer im Recht der EU-Mitgliedsstaaten, Beibefte der ZHR, 2004
- Baums, Theodor, Richard M. Boenbaum, Klaus J. Hopt (eds) Institutional Investors and Corporate Governance, Berlin/N.Y. 1994
- Baums, Theodor und Andreas Cahn, Die Europäische Aktiengesellschaft, Berlin, 2004
- Baums, Theodor, Corporate Governance und Anlegerschutz, Tübingen, 2013
- Baums, Theodor, Recht der Unternehmensfinanzierung, München, 2017
- Behrens, Peter, Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung in internationalen und europäischen Recht, Berlin-New York, 1997
- Bergström, Claes og Per Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, 4. uppl. 2012
- Bergström, Sture, Skatter och civilrätt, Stockholm 1978
- Berntz, Ulf (ed.) Modern Company Law for a European Economy, Stockholm 2006
- Berie, Adolf og Gardiner Means, The Modern Corporation and Private property, New York 1932
- Betting, Jesper, Omzetningsformue som kreditsikring, 1974
- Betting, Jesper, Finansieringsret, 1977
- Børh, Rikke Søgaard, Britt Vonger, Kommunale aktieselskaber, 2009
- Betænkning nr. 362/1964 – om revision af aktieselskabslovgivningen
- Betænkning nr. 540/1969 – om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning
- Betænkning nr. 690/1973 – om Boss of Scandinavia
- Betænkning nr. 937/1981 – om kommanditselskaber
- Betænkning nr. 970/1982 – om fonde
- Betænkning nr. 1066/1985 – om bekæmpelse af økonomisk kriminalitet
- Betænkning nr. 1108/1987 – om brancheglidning i den finansielle sektor
- Betænkning nr. 1216/1991 – om insider-handel
- Betænkning nr. 1229/1992 – om forenkling og fremtidstilpasning af selskabslovene
- Betænkning nr. 1230/1992 – om borsnoterede selskaber
- Betænkning nr. 1251/1993 – om forenkling af anpartsselskabsloven

- Betænkning nr. 1289/1195 – om juridiske personers bødeansvar  
 Betænkning nr. 1290/1995 – Børsreform II  
 Betænkning nr. 1362/1998 – Rådgiveransvar  
 Betænkning nr. 1374/1999 – Generationsskifte  
 Betænkning nr. 1411/2002 – Revisorlovgivning  
 Betænkning nr. 1478/2006 – Revisorlovgivning – i internationalt perspektiv  
 Betænkning nr. 1498/2008 – Modernisering af selskabretten, eterset modernisering  
 Betænkningen  
 Betænkning nr. 1575/2011 om konkurskarantæne  
 Bergenser, Søren, Tilsynsrådets erstatningsansvar, 2012  
 Birkmose, Hanne Sondergaard, Konkurrence mellem retssystemer, 2004  
 Birkmose, Hanne, Mette Neville og Karsten Engsig Svartse (red.) The European Financial Market in Transition, 2012  
 Birkmose, Hanne, Mette Neville og Karsten Engsig Svartse (eds) Board of Directors in European Companies, 2013  
 Birkmose, Hanne, Mette Neville og Karsten Engsig Svartse (red.), Selskaber, Almelle  
 emner II, 2019  
 Bjella, Kristin, Gudmund Knudsen, Magnus Aarbakke, Kommunale aksieselskaper og foreninger, Oslo, 2001  
 Blok, Peter, Ejeriejeligheder, 3. udg., 1995  
 Blumberg, Philip L., The Law of Corporate Groups, Substantive Law, Boston/Toronto,  
 1987 [supplement 1996]  
 Blumberg, Philip L., The Multinational Challenge to Corporation Law, New York, Oxford  
 1993  
 Blumberg, Philip L., The Law of Corporate Groups, Bankruptcy Law, 1985  
 Blumberg og Strasser, The Law of Corporate Groups, Problems of Parent and Subsidiary  
 Corporations under State Statutory Law, New York 1995  
 Boe, Jørgen, Claus Juul Hansen og Jens Lund Mosbek, Direktorkontrakten, 9. udg., 2020  
 Borch, Ole, Rekonstruktion af nødflidende virksomheder, 2001  
 Borgström, Carl, Koncernrättsliga problem, Stockholm 1970  
 Brealey & Myers, Principles of Corporate Finance, 12<sup>th</sup> ed., 2017  
 Bruun, Niklas og Atli Gíslason, Pekka Kemppainen, Ruth Nielsen, og Dennis Töllborg,  
 Koncernarbetarät i Norden, Stockholm 1992  
 Bruun, Niklas, Ruth Nielsen og Dennis Töllborg, Koncernarbetarät i europeisk och norden  
 disk perspektiv, Nordisk Seminar- og Arbejdsrapport 1993:654  
 Bråthen, Tore, Personklausuler i aksjeselskaper, Oslo 1996  
 Bråthen, Tore og Ole Gjems-Onstad (red.), Moderne formenningsret, Oslo 2001  
 Bråthen, Tore, Selskabsrett, 6. udg., 2019  
 Bråthen, Tore, Styremedlem og aksjonær, 2. udg., 2009  
 Buhmann, Karin & Jacob Dahl Rendtorff (red.), Virksomhedens ledelse og sociale ansvar,  
 2005  
 Bulletin for EF, supplement 4/75 – Statut for Europæiske Aktieselskaber, endret følging til  
 forordning  
 Bulletin for EF, supplement 8/75 – Medindflydelse og selskabsret i Det europeiske  
 Fællesskab  
 Bulletin for EF, supplement 2/83 – Information og høring af arbejdstagene i virksomhe  
 derne  
 Bulletin for EF, supplement 6/83 – Aktieselskabers struktur

- Balkots for EF, supplement 3/83 - grænseoverskridende fusion  
Balkots for EF, supplement 3/97 - filialgrupper  
Borch, Lars, til Rosenberg & Løwe, Selskab, A/S-loven med kommentarer, 7. udg., 2007  
Borch, Lars, Parafagstegne, sammenhængen mellem tildiggere og nuværende selskabsloven  
2010  
Borch, Lars og Sten Christensen, Selskabsloven med kommentarer, 3. udg., 2018  
Galaxy Report. Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, London 1992  
Cheffins, Brian R., *Company Law, Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997  
Christensen, Jan Schans, *Contested Takeovers in Danish Law*, 1991  
Christensen, Jan Schans, Ledelse og aktionærer, 1992  
Christensen, Jan Schans, *Grenseoverskridende virksomhedsoverdragelser*, 1998  
Christensen, Jan Schans, *Kapitalsestikaber*, 5. udg., 2017  
Christensen, Jan Schans, *Selskabsloven med kommentarer*, 2012  
Christensen, Jan Schans, Sanne Dahl Laursen, *Det Europæiske Selskab*, 2007  
Christensen, Mogens og Aksel Runge Johansen, Anker Nielsen og Carsten Tjagvad (red.),  
Revisior og Revisorer - Den Statsautoriserede Revisors Opgaver og Ansvar, 1989  
Clark, Robert Charles, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986  
Eussen, Niels Jul, *Finansiering via selskabsopspilning*, 1987  
Eussen, Niels Jul, *Borsret, Insiderhandel*, 1992  
Eussen, Niels Jul, *Borsret, Oplysningsforpligtelser* 1993  
Eussen, Niels Jul (red.), *Nye tendenser i skandinavisk selskabsret*, 1995  
Eussen, Niels Jul, Frank Pedersen og Frank Thinggaard, *Valutasikring og insiderhandel*,  
1996  
Eussen, Niels Jul og Karsten Engsig Sørensen, *Takeover bids*, 1998  
Eussen, Niels Jul og Karsten Engsig Sørensen, *Udredning om overtagelsestilbud*, 1998  
Farnsworth, D., Thomas Lee Hazen og F. Hodge O'Neal, *Corporations*, Vol I-III, Lesblad  
Farnsworth, D., Thomas Lee Hazen og F. Hodge O'Neal, *Corporations*, New York, 1997  
Farnsworth, D., Thomas Lee Hazen og F. Hodge O'Neal, *Corporations*, New York, 2003  
Farnsworth, D., Thomas Lee Hazen, *Treaties on the law of Corporations*, 2010-2017  
Farnsworth, D., Gower and Davies' *Principles of Modern Company Law*, 10th ed., 2016  
Farnsworth, D., *Om Aktivit Ejseskab*, 1999  
Faalm Jan, Walter van Gerven (eds), *The European Private Company*, Antwerpen, 2003  
Faalm, Die Europäische Privatgesellschaft und die dänische Anpartsselskab, 2003  
Farnsworth, Michael Blecher, *Company law in the New Europe*, Edward Elgar, UK/USA, 2007  
Farnsworth, Michael Blecher, *Capital Markets and Corporate Governance*, 1994  
Farnsworth, Michael Blecher, *Skadestindsansvar för Styrelseledamot och Verkställande Direktör*, Stockholm 2009  
Farnsworth, Michael Blecher, *bolagsrätt*, Stockholm 2015  
Farnsworth, Michael Blecher, *selskabernes retshistorie*, 1991  
Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Cambridge, Massachusetts, 1999  
Fischel, The Economic Structure of Corporate Law, Oxford 1999

- Forsberg, H., *The Structure of the Corporation*, 1976
- Ikhed, Konni, *Anställningsförhållanden vid företagsoverföljelser*, Stockholm 1963
- Hillig, Jens O m.fl., *Finnuci rapportering*, 5. udg., 2017
- Kvist, Volker og Mathias Habernach, *Aktien und GmbH Kostenrechnung*, 9. Aufl., 2019
- Eggers, Sørensen, Karsten og Jens Hartig Danielsen, *EU Reces*, 7. ny. udg., 2019
- Universitetsseries Udvirkningsmekanismer, Årsberetninger
- Eikemo, Lars m.fl., *Finansielle institutioner og markeder*, 1994
- ESMA's Report on Proxy Advisors Best Practice Principles, March 2014
- Sykes, Bo von og Helle Isager, *Lærebog i erstatningsret*, 9. udg., 2019
- Farnsworth, Corporate Law, 4th. ed. London/Edinburg/Dublin, 1998
- Farnsworth, John, *Corporate Governance in Australia and New Zealand*, 2001
- Folden, Hommelhoff & Schneider (Hrsg.): *Corporate Governance, Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle in Deutschen und Amerikanischen Aktiengesellschaften*, Köln, 1996
- Felders, Jan og Henrik Steffensen, *Årsrapport efter internationale regelbestemmelser*, 4. udg., 2014
- Felders, Jan, m.fl., *Årsrapporten*, 8. udg., 2020
- Fermenta: *Fakta och erfarenheter. En rapport till Stockholms Författningsråd*, Stockholm 1989
- Ferrari, Ellis, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999
- Ferrari, Ellis and Look Chan Ho, *Principles of Corporate Finance Law*, 2nd ed. Oxford, 2014
- Ferrarini, Guido, Klaus J. Hopt, Eddy Wymeersch (eds), *Capital Markets in the Age of the Euro*, 2002
- Ferrarini, Guido, Klaus J. Hopt, Jaap Winther og Eddy Wymeersch (eds) *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, 2004
- Festschrift til O. A. Borum, 1964
- Festschrift til Alf Ross, 1969
- Festschrift til Knut Rodhe, 1976
- Festschrift till Henrik Hessler, Stockholm 1985
- Festschrift till Sveriges advokatsamfund, Stockholm 1987
- Festschrift i anledning af FSR's 75 års jubiléum, 1987
- Festschrift til Jan Hellner, 1994
- Festschrift til Marcus Lutter, Köln, 2000
- Festschrift til Aage Michelsen, 2000
- Festschrift til Morten Balling, 2006
- Festschrift til Erik Werkauff, 2012
- Festschrift til Nis Jul Christen, 2013
- Festschrift for Professor Rüdiger von Rosen, Stuttgart, 2008
- Festschrift für Theodor Baums, Band I-II, Tübingen 2017
- Fleischer, Holger, Jesper Lau Hansen og Wolf Georg Ringe (eds), *German and Nordic Perspectives on Company Law and Capital Markets Law*, Copenhagen/Hamburg, 2015
- Flodgren, Boel & Ruth Nielsen (red.), *Retten omkring Dresdnet*, 2000
- Flodhammar, Gunnar, *Företagsvärvning vid tvångsmålser*, Stockholm, 1980
- Fode, Carsten og Noe Munck, *Vælg af aktiekontrakt*, 4. udg., 2016
- Fode, Carsten og Mette Neville, *SMV Bestyrelsen 2018*
- Fondskonsens, Rapport fra Industriministeriets styreguppe vedt. koncerne, 1983

## Litteraturforslagene

- FSR, Det selskabsloft - i mindre og mellemstore virksomheder, 2003  
FSRs Responsumudvalg 1925-2000, 75 års Jubilæumsudgivelse, 2000  
Gessler, Ernst, Wolfgang Heermehl, Ulrich Eckhardt, Bruno Kopff, Aktiengesetz, band 1  
VI, München 1973-1994
- Gevurtz, Franklin, A., Corporate Law, 3<sup>rd</sup> ed., N.Y., 2021
- Gjertsen, Johan, Selskapsfinansierede aksjeerhverv, Bergen 1996
- Gjertsen, Johan, Fusion og Fision, Bergen, 1999
- Ginelli, Konsten m.fl., Køb og salg af virksomheder, Karnov, 2016
- Gornand, Bernhard, Aktieselskaber, 2. udg., 1970
- Gornand, Bernhard, Aktieselskaber og a/s-partsselskaber efter lovene af 13. juni 1973 – II  
feodalt grundrids, København 1974
- Gornand, Bernhard, Aktieselskabers likvidation og konkurs, 1975
- Gornand, Bernhard, Revisors stilling i retlig belysning, 1979
- Gornand, Bernhard, Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, 1997
- Gornand, Bernhard, Hans Viggo Godsk Pedersen og Anders Ørgaard, Almindelig kom-  
traktus, 5. udg., 2015
- Gornand, Bernhard, Selskaberen, 5. tidg., 1999
- Gornand, Bernhard, Aktieselskaber og a/s-partsselskaber, 5. udg., 2006
- Gornand, Bernhard og Michael Kistrup, Civilprocessen, 8. rev. udg., 2020
- Gornand, Bernhard og Per Schaumburg-Müller, Kapitalselskaber, 8. udg., 2015
- Gordon, Jeffrey N. and Mark J. Roe, Convergence and Persistence in Corporate Gover-  
ance, Cambridge, 2004
- Gower Davies, Principles of Modern Company Law, 10<sup>th</sup> ed., 2016
- Greve, Carsten, Statens virksomheder, Aktieselskabsdannelse og privatisering i 1990'erne,  
2000
- Greve, Vagn og Lars Bo Langsted, Hovedlinjer i erhvervsnægtsretten, 7. udg., 2011
- Grossfeld, Bernhard, Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär,  
Tübingen 1968
- Gronlund, Karl Anders, Selskapens handel med egne aksjer, 2007
- Guldborg, Jens, Dorthe Hag og Dorte Lassen, Takeovers, 1990
- Gullifer, Louise og Jennifer Payne, Corporate Finance law, 3<sup>rd</sup> ed., 2020
- Gustavsen, Bjørn, Industristyret, Oslo 1972
- Habersack, Mathias, Europäisches Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., 2019
- Hadden, Tom, The Control of Corporate Groups, London 1983
- Hadden, Tom, Company Law and Capitalism, London 1972
- Halling-Overgaard, Søren, Revisors erstatning & disciplineransvar, 4. udg., 2014
- Halling-Overgaard, Søren, Advokaters erstatningsansvar, 3. udg., 2010
- Hanson, Robert W., The Law of Corporations, 2. ed. St. Paul Minn, 1988
- Hansingaas, Brenda, Company Law, 5<sup>th</sup> ed., 2018
- Hansen, Claus Joel og Jonas Biegvad Jensen, Aktioptionsloven, 2. udg., 2019
- Hansen, Jesper Lau, Fondibørsen, 1999
- Hansen, Jesper Lau, Informationsmisbrug, 2001
- Hansen, Jesper Lau, Nordic Company Law, 2003
- Hansen, Jesper Lau (ed.), Nordic Financial Market Law, 2003
- Hansen, Jesper Lau, Nordisk Bersret, 2003
- Hansen, Jesper Lau, Kapitalmarkedsloven, 2020
- Hansen, Jesper Lau, Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten, 2. udg., 2018
- Hansen, Jesper Lau (red.), Selskabsloven, De første 100 år, 2019.

- Hansen, Johanna Egholm & Christian Lundsgaard, *Kab og Salg af virksomheder*, 5. udg., 2014
- Hansen, Jørgen Volther, Thomas Riise Johansen og Teddy Wivel, *Corporate Governance*, 2000
- Hansen, Lone L., *International fusion og splittning*, 2007
- Hansen, Søren Friis, *Europæisk Koncernret*, 1996
- Hansen, Søren Friis, *Anpartsselskabsloven*, 1998
- Hansen, Søren Friis og Jens Valdemar Krenschel, *Introduktion til dansk selskabret*, 5. udg., 2017
- Hansen, Søren Friis og Jens Valdemar Krenschel, *Dansk Selskabret 1*, 6. udg., 2020
- Hansen, Søren Friis og Jens Valdemar Krenschel, *Dansk selskabret 2, kapitalretskabre*, 6. udg., 2020
- Hansen, Søren Friis og Jens Valdemar Krenschel, *Dansk selskabret 3, interessentskaber*, 4. udg., 2015
- Hansen, Torben Kuld og Lars Lindencrone Petersen, *Insolvenciesprocess*, 4. udg., 2010
- Hasselbalch, Ole, *Foreningsret*, 4. udg., 2014
- Hedlund, Gunnar m.fl., *Institutioner som aktieejere*, Stockholm, 1985
- Heiberg, Henry, Lars Lindencrone Petersen og Anders Ørgaard, *Rettsenskrift*, 5. udg., 2018
- Hirschmann, A.O.: *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge, Mass, 1970
- Hjelting, Merete m.fl., *Lov om finansiel virksomhed med kommentarer*, 2007
- Holdt, Helen, *Aktiehandel og informationsteknologi i EU*, 1999
- Hommelhoff, Peter, *Die Konzernleistungspflicht*, Köln 1982/1988
- Hopt, Klaus J. (ed.), *Groups of Companies in European Laws – Legal and Economic Analysis on Multinational Enterprises*, Volume 2, Berlin og New York 1992
- Hopt, Klaus J. og Eddy Wymeersch, *European Company and Financial Law*, 2nd ed. 2004
- Hopt, Klaus J. og Eddy Wymeersch (eds) *Capital Markets and Company Law*, Oxford, 2003
- Hopt, Klaus J. og Richard M. Buxbaum, *Legal Harmonization and the Business Enterprises*, Volume 4, New York 1988
- Hopt, Klaus J./Bernd Rudolf/Harald Baum (Hrsg.), *Börsen-reform*, 1997
- Hyldeskript til Jørgen Nørgaard, 2003
- Horlyck, Erik, *Aktie- og anpartsselskaber, en introduktion*, 1995
- Horlyck, Erik, *Erhvervsdrivende virksomheder*, 1994
- Horlyck, Erik, *Interessentskaber og konsortier*, 2. udg., 1996
- Horlyck, Erik, *Dansk Andelsret*, 3. udg., 2000
- Isaksson, Mats & Rolf Skog (ed.), *Aspects of Corporate Governance*, Stockholm, 1994
- Isaksson, Mats & Rolf Skog, *The Future of Corporate Governance*, Stockholm, 2004
- Iversen, Bent (red.) *Juridiske emner ved Syddansk Universitet*, 2003
- Iversen, Bent, Pernille Wegener Jessen, Bent Ole Grun, Morten, Michael Stenmark, Karsten Engsig Sørensen, *Konkurrenceretlige emner*, 2004
- Iversen, Jon, *Legal Risk Management*, 2. udg., 2007
- Iversen, Torsten og Lars Hedegaard Kristensen, *Anvendlig hækaptal og tilbagebetegnelser*, 1993
- Iversen, Torsten, *Statuerklæringer*, 1994
- Iva, Stinne Taiger, *Selskabstamatet*, 2011

## Litteraturforslagene

- Jensen, Erik, Edward K. Jørgensen, Lars Henrik Gam Machen og Kurt Sieggaard, *Selskabsloven med kommentarer*, 2005
- Jensen, Peter Kroglund, Lars Bo Langsted, Poul Erik Olsen, Niels Anker Ring, *Review over selskabslagen med kommentarer*, 4. udg., 2009
- Jensen, Svend Stenderup, *Offentlige private selskaber*, 1995
- Johansen, Åkef Ringe, Lars Bo Langsted og Niels Anker Ring, *Revisorlovgivningen med kommentarer*, 2003
- Johansson, Svante, *Bolagstämma*, Stockholm 1990, 2015
- Johansson, Svante, *Niels Svensk Associationsrätt*, Elfje uppl. 2014
- Jordan, Roos & Waterfield, *Corporate Finance*, fifth ed., Boston, 2000
- Jubilæumskrift for KPMG C. Jespersen, 1994
- Jurs Europee, *Droit des sociétés; Gesellschaftsrecht; Company Law* (dubbelad)
- Juel, Jakob og Peter Fauerholdt Thomsen, *Voldgæftet*, 2003
- Kanmark, Jan & Carl Martin Roos, *Aktiesigarrat*, 2. uppl. Stockholm 1994
- Krafftman, Ernst, *Interessekonflikter og selvkontrahering*, 1972
- Keasey, Kevin, Steve Thomson & Mike Wright (ed.), *Corporate Governance*, vol. I-IV, 1999
- Kedner, Gösta, Carl Martin Roos og Rolf Skog, *Aktiebolagslagen*, Del I, 5. uppl. Stockholm 1995
- Kedner, Gösta, Carl Martin Roos og Rolf Skog, *Aktiebolagslagen* Del II, 5. uppl. Stockholm 1996
- Kieritzier, Lars, *Nle revisorer vidare*, 2018
- Klein, William A. og C. Jr. Coffee, *Business organization and finance*, 4<sup>th</sup> ed., New York 1991
- Kleineman, Jan, *Ren förmögenhetsskada*, Stockholm, 1987
- Kobbernagel, Jan, *Lejlelse og ansvar*, 1945
- Kobbernagel, Jan, *Dirigoren*, En håndbog for erhvervslivets ledere, 3. udg., 1987 under medvirken af Jørgen Henriksen og Poul Olsen
- Kobbernagel, Jan, *Dirigenter*, 2. udg., 1993
- KPMG, *Dansk regnskabspraksis*
- KPMG C. Jespersen & Arthur Andersen, *Undersøgelse af aktie- og anpartsselskabernes offentliggjorte årsregnskaber*, Erhvervsstyrelsen, 1993
- Knaakman, Reinier, Paul Davies, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Edward B. Rock, *The Anatomy of Corporate Law*, 3<sup>rd</sup> ed., Oxford, 2017
- Krenchel, H.B., *Håndbog for dirigenter*, 2. udg., 1951
- Krenchel, H.B., *Håndbog i dansk aktieret*, 2. udg., 1954
- Krenchel, Jens Valdemar og Steen Thomsen (red.), *Corporate Governance i Danmark*, 2004
- Kristensen, Lars Hedegaard, *Studier i erhvervsfinansieringsret*, 2003
- Kristensen, Lars Hedegaard, Brunn Nielsen, Anne-Dorte, Iversen, Torsten, *Lærebog i dansk og international koberet*, 4. udg., 2011
- Kristiansen, Björn och Rolf Skog, *Bolagsordning*, Stockholm, 2002
- Kruhl, Martin Christian, *Ejerfaaler*, 2011
- Kruhl, Martin Christian og Jan B. Sørensen, *Kapitalejerslån og selvfinansiering*, 2014
- Kruse, Systic Vinding, *Erhvervslivets kriminalitet*, 1983
- Kruse, A. Vinding, *Advokatansvaret*, 6. udg., 1990
- Kær, Henrik, *Finansieringsret*, 2015
- Langebæk, Steen, *Bestyrelsens idégrundlag og funktion*, 2 udg., 1991

- Lænkilde, Charlotte, *Bedraget*, 2016
- Langesød, Lars Bo (red.), *Selskabers kapital*, 1999
- Langesød, Lars Bo, Mogens Christensen, Torben Haaning og Arne Loft (red.), *Revisorens koncept og teori*, 1996
- Langesød, Lars Bo, Paul Krüger Andersen og Lars Kiertzner, *Revisoranvær*, 8. udg., 2013
- Lekvall, Per (ed.), *The Nordic Corporate Governance Model*, Stockholm, 2014
- Lenz, Jakob, Amalie Kjær Hassager og Lars Kiertzner, *Revisoranvær*, 9. udg., 2021
- Liebscher, Thomas, *Konzernbildungskontrolle*, Berlin 1995
- Lilja, Troels Michael, *Filialbegrebet*, 2010
- Lilja, Troels Michael (red.), *Iverkætterselskaber*, 2015
- Lilja, Troels Michael (red.), *Egne aktier*, 2019
- Lindencrone, Lars og Anders Orgaard, *Konkursloven*, 14. udg., 2018
- Lindencrone & Werlauff, *Dansk Retspleje*, 8. udg., 2020
- Lowzow, Halfdan, Gabriel B. Reed og Geir Steinberg, *Aksjonæravtaler*, Oslo 1993
- Lüter, Marcus & Hommelhoff, Peter, *GmbH-Gesetz*, 19. Aufl. 2016
- Lüter, Marcus, Walter Bayer & J. Schmidt, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, Berlin 2012
- Madsen, Ole Ohlenschläger, *Virksomhedsovertagelser og fusioner i dansk industri*, 1983
- Madsen, Palle Bo, *Markedsret 2. Del*, 7. udg., Diffo Forlag, 2019
- Macijer, J.M.M., *A Modern European Company Law System – Commentary on the 1976 Dutch Legislation*, Nijmegen 1978
- Mallin, Christine A., *Corporate Governance*, 6<sup>th</sup> ed., 2019
- Markku Suksi (ed.), *Law under exogenous influences*, Turku 1994
- Mattsson, Nils, *Aktiebolagens Finansieringsformer*, Stockholm 1977
- Michelsen, Aage, Anja Svendgaard Dalgaard og Anders Nørgaard Laursen, *International Skatteret*, 4. udg., 2017
- Michelsen, Aage, Steen Askholt, Jane Bolander, John Engsig, Liselotte Madsen, Anders Nørgaard Laursen og Inge Langhøve Jeppesen, *Lærebog om indkomstskat*, 18. udg., 2019
- Moalem, Dan, David Moalem, Per Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, *Kapitalmarktsloven*, 2018
- Moalem, David, *Insiderhandel*, 2004
- Moberg, Krister, *Moderbolags ansvar för dotterbolags skulder*, Stockholm, 1998
- Mogensen, Kristian, *Håndbog for dirigenter*, 2. udg., 1998
- Moloney, Niamh, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, 2<sup>nd</sup> edition, Oxford 2014
- Munck, Noe og Lars Hedegaard Kristensen, *Selskabsformene*, 7. udg., 2014
- Mäntysaari, Petri, *The Law of Corporate Finance Vol. I-III*, Heidelberg 2010
- Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 3, *Gesellschaft mit beschrankter Haftung*, 5. Ausgabe, München 2018
- Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 4, *Aktiengesellschaft*, München 1999
- Möller, Michael & Niels Cie. Nielsen, *Den kapitalmarkedsryde virksomhed*, 2004
- Nerep, Erik, *Aktiebolagsrätliga studier*, Stockholm 1994
- Neville, Mette, *Boligfondsselskaber i selskabsform*, 1994
- Neville, Mette & Karsten Engsig Sørensen (eds) *The Internationalization of Companies and Company Laws*, 2001
- Neville, Mette og Karsten Engsig Sørensen (eds), *The Regulation of Companies*, 2003
- Neville, Mette & Karsten Engsig Sørensen (red.), *Den nye selskatslov*, 2009

- Neville, Mette & Karsten Engsig Sørensen (eds), *Company Law and SMEs*, 2010  
Neville, Mette & Karsten Engsig Sørensen (red.), *Selskaber – aktuelle emner*, 2011  
Nielsen, Peter Amt, *International privat- og procesret*, 1997  
Nielsen, Paul Runge, *Services and Establishment in European Community Banking Law*, 1994  
Nielsen, Ruth, *Koncernarbejdslæret*, 1991  
Nielsen, Ruth, *EU-arbejdslæret 4. udg.*, 2006  
Nielsen, Ruth, *Dansk arbejdslæret, 4. udg.*, 2020  
Nielsen, Ruth og Christina D. Tvarnø, *Retskildeme og retsretor*, 2. udg., 2011  
Nord 1992:18, *Revisorn och ekonomisk hemsättning*  
Nord, Gunnar & Per Thorell, *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm 2006  
NOU 1992:29, *Lov om aksjeselskaper*  
NOU 1999:3, *Organisering av boravirksomhet m.m.*  
NOU 1995:30, *Ny regnskabslov*  
NOU 1996:3, *Ny aksjelovgivning*  
NOU 1996:6, *Arbejdstakkers stilling i koncernforhold m.v.*  
NOU 1997:9, *Om revisjon og revisorer*  
Næringslivets Aksjenmarkedsudvalg (NAU), *Skrift nr. 7 Egne Aktier*, Oslo 1999  
Nærby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark, 2001  
OECD, *Responsibility of Parent Companies for their Subsidiaries*, 1980  
OECD, *Structure and Organisation of Multinational Enterprises*, Paris 1986  
OECD, *The OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, 2011  
OECD's Principles on Corporate Governance, 2015  
OECD, *The OECD Declaration and Decisions on International Investment and Multina- tional Enterprises 1991 Review*, Paris 1992  
Olsen, Birgitte Egelund og Karsten Engsig Sørensen, *EU-reten i Danmark*, 2018  
Palmer's Company Law, London (tæsblad)  
Parkinson, J.E., *Corporate Power and Responsibility*, Oxford 1994  
Parum, Claus, *Corporate Finance*, 2001  
Parum, Eva og Flemming Skov Jensen, *Inspiration til aktivt bestyrelsesarbejde*, 1992  
Pedersen, Frank, *Finansieringsplanlægning*, 6. udg., 1999  
Pedersen, Jan, *Skatteudnyttelse*, 1990  
Pedersen, Jan, *Skatte- og afgiftsstrafficeret*, 4. udg., 2019  
Pedersen, Jan, *Transfer Pricing*, 1998  
Pedersen, Jan, m.fl. *Skatteretten 1-4. 2013*  
Petersen, Lars Lindencrone og Anders Orgaard, *Konkursloven med kommentarer*, 14. udg., 2018  
Petersen, Lars Lindencrone & Erik Werlauff, *Dansk retspleje*, 8. udg., 2020  
Petersen, Lars Lindencrone og Peer Schaumburg-Müller, *Medarbejderrepræsentation*, 2015  
Philip, Allan, *Studier i den internationale selskabsrets teori*, 1961  
Philip, Allan, *EU-IP. Europæisk Privat- og Procesret*, 1994  
Posner, Richard A., *Economic Analysis of Law*, 4. edition, Boston og Toronto 1992  
Prentice, Daniel D. and Peter Holland, *Contemporary Issues in Corporate Governance*, Oxford 1993  
Prentice, Dan and Arnd Reisberg (eds) *Corporate Financial Law in the UK and EU*, Oxford 2011

- Fors. 1993 og 1996. Regeringens proposition, Ändring i aktiebolagslagen m.m.  
Fors. 1995-96-10. Regeringens proposition, Års- og koncernrapporten, Sat. 1-1  
Katz, Thomas & Rüdinger Veil, Recht der Kapitalgesellschaften, 5 Aufl., München 2006  
Kawakubo, Stephan, Corporations in private international Law, Oxford University Press  
2001  
Kawakubo, Bent, Aktieombrytning og ugentlig fusion, 2004  
Komité om minoritetsaktionærers rettsstilling, Den Danske Finansielplankommisjon, 1995  
rapport udgivet af udvalget til undersøgelse af visse forhold omkring finansielle værdi  
Bæk, 1994  
Aktiekodenets rapport om revision af Aktiebolagsloven, 1999  
Rejnøv, Hedvig Bugge, Ansvarsbegrensning og ansvarlighed i skjuldeksler, 2007  
Rejnøv, Hedvig Bugge, Aksjelovens udledningskrep, 2015  
Report of the Company Law Committee (Jenkins report) Comd. 1749 London 1962  
Report of the Review Committee on Insolvency and Practice, 1962 (the Cork Committee  
Report), Cmnd 8555  
Jørgensen, Jens og Martin Faarborg, Revisor og berettigelsesloven, 1998  
Jørg. Mark J., Strong Managers, Weak Owners, N.Y., 1994  
Johle, Knut, Aktiebolagsrätt, 25:e uppl. Stockholm 2018 ved Rolf Berg  
Johle, Knut, Studier i bolags- och krediträtt, Stockholm 1969  
Romano, Roberta, The Genius of American Corporate Law, New York-Oxford, 1997  
Romano, Roberta, Foundations of Corporate Law, New York-Oxford, 1995  
Roxas, Carl Martin, Avtal och rösträtt, Stockholm 1969  
Røse, Casper og Hans Kurt Kvist, Medarbejdervægte betydelighedspræmier, 2006  
Rosenberg, Ida, Lone Sneholt og Niels Thomsen, ApS-loven af 1995 med kommentar  
1997  
Roweider, Fuhrmann, Koppstein, Lanfermann, Rasser, Ritter, Zusammenfassung  
betrifftend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH) und Kommentar, 2.  
Aufl. München 1990  
Rydin, Bengt, Fusioner i svensk industri, Stockholm, 1973  
Samuelsson, Morten og Kjeld Søgaard, Rådgiveransvaret 1994  
Samuelsson, Morten og Kjeld Søgaard, Besværelsesansvaret, 1997  
Samuelsson, Per, Information och ansvar, Stockholm 1991  
Sandberg, Catarina af, Prospektansvaret, Uppsala, 2001  
Sandberg, Catarina af, Marknadsmisbruk, Uppsala, 2002  
Sandberg, Catarina af, Robert Severius (red.) Börsnot, 2008  
Sandström, Torsen, Svensk aktiebolagsrätt, 5. udg. 2015  
Savels, Ari, Hostile Takeovers and Directors, Turku 1999  
Schack, Bent, Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse, 4. udg., 2009  
Schaumburg-Müller, Peer, Tilsyn med de finansielle institutioner, 1992  
Schaumburg-Müller, Peer, Dansk Boesret 1 og 2, 2002  
Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff, Industriministeriets Erhvervsaktenævn, 1994  
Schaumburg-Müller, Peer og Erik Brunn Hansen, Dansk Boesret, 2. udg., 1996  
Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff, Henv- og kapitalmarkedsret, 5. udg., 2012  
Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff, Schikabsloven med kommentarer, 3. udg.  
2020  
Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff, St. Selskabet, 2011  
Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff, Vedgarter og ejeraftaler, 4. udg., 2020

## Litteraturforslag og ressourcer

- Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff, Fondenes ressorstillstand, 2019
- Schmidt, Mikael Philip, Prospektrettens, 2016
- Schmidt, Karsten, Gesellschaftsrecht, 6. Aufl., Köln 2021
- Schmidhoff, Clive M. and Frank Woolridge (ed.), Groups of Companies, London 1993
- Scholz, GmbH Gesetz, 8. Aufl., Köln, 1993
- Sealy, L.S., Company law and commercial reality, London 1984
- Sealy, Len and Sarah Worthington, Cases and Materials in Company Law, 8. th. ed., Oxford 2008
- Seehausen, Jesper, Going concern i rettigt perspektiv, 2011
- Serup, Michael, Fusionsskatteloven, 4. udg., 2012
- Serup, Michael, Generationsskifte – Omstrukturering, 3. udg., 2019
- Sreydel, Eberhard, Konzernbildungskontrolle bei der Aktiengesellschaft, 1995
- Sindballe, Kristian og Niels Klerk, Dansk selskabslæge I og III, 1949
- Sindballe, Kristian, Dansk selskabslæge I-III, 2. udg., 1928-36
- Sjøfjell, Beate, Towards a Sustainable European Company Law, 2009
- Skattdirektorates, Ligningsvejledning – Selskaber
- Skjerbek, Søren, Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten, 2009
- Skog, Rolf, Does Sweden Need A Mandatory Bid Rule? Stockholm 1995
- Skog, Rolf, Share Repurchases in Sweden, Stockholm 1996
- Skog, Rolf (red.), Nyemissioner av aktier, Stockholm, 2004
- Skog, Rolf och Mats Isaksson, (ed.) Aspects of Corporate Governance, Stockholm 1994
- Skog, Rolf och Catarina Filger, The Swedish Companies Act, Stockholm, 2007
- Skog, Rolf, Rodhes aktiebolagsrätt, 26. uppl., 2020
- Skott, Lasse Traberg, Den aktive bestyrelse, 1981
- Smith, Lucy, Kampen på aksjemarkedet, Oslo 1988
- Sund, Thorbjørn, Bestyrelsen – beslutning og ansvar, 1999
- 1971:15, Föreslag till aktiebolagslag m.m.
- 1978:9 Ny konkurrensbegränsningslag
- 1978:73, Kontroll av Utländsk Företagsstabilisering i Sverige m.m.
- 1979:46, Koncernbegreppet m.m.
- 1983:36, Effektivare företagsrevision. Delbetänkande av Kommissionen mot ekonomibrottligitet
- 1973:39, Ansvarsgenombrott m.m.
- 1983:38, Ågande och inflytande i svenska näringsliv
- 1973:1, Företagsförvärv i svenska näringsliv
- 1983, Aktiebolagslagen och EG
- 1984, Aktiebolagets organisation
- 1982, Aktiebolagets kapital
- 1962, Vinstutdelning i aktiebolag
- 1955, Likvidation av aktiebolag
- Ny aktiebolagslag
- Näringslivet och förtroendet
- Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden
- Aktiekapital i privata aktiebolag
- Takeover, 2. uppl. 2009
- Carl Svernlöv, Introduktion til aktiegaravtal, 2013
- Jan Fedders, Lykke Skudt og Jan Christian Nielsen, Årsrapporten, 7.

- Svennsgaard, Anja, Frivillig og tvungen sambeskæfting af selskaber, 2003
- Svensson, Bo och Johan Danielius, Nya aktiebolagslagen, Göteborg 2005
- Svensson, Carl, Dechargeinstitutet i svensk aktiebolagsrätt, Stockholm, 2001
- Sørensen, Karsten Engsig, Samarbejde mellem selskaber i EF, 1991
- Sørensen, Karsten Engsig, Joint Ventures, 2006
- Sørensen, Karsten Engsig, Selskabsstrukturer, 2015
- Taxell, Lars Erik, Aktiebolagsstyrelsens Kompetens om Rättsmedie, Helsingfors 1964
- Taxell, Lars Erik, Aktiebolagars rättskydd, Åbo 1961
- Taxell, Lars Erik, Aktiebolagets organisation, 1983
- Taxell, Lars Erik, Bolagsledningens ansvar, Åbo 1988
- Thomsen, Steen, An Introduction to Corporate Governance, 2008
- Thomsen, Steen & Martin Conyon, Corporate Governance, Mechanisms and Systems, 2012
- Thomsen, Steen & Martin Conyon, Corporate Governance and Board Decisions, 2019
- Thomsen, Steen, Torben Pedersen og Jesper Strandkov, Ejendom og erhvervsliv : etnisk erhvervsliv, 2002
- Thorbek, Jytte, Aktieselskabsorganernes kompetence i EF, 1973
- Tison, Michel, Hans de Wulf, Christoph van der Elst, Reinhard Steen, Perspectives on Company Law and Financial Regulation, Cambridge, 2009
- Truyen, Filip, Aksjonærernes myndighetsmisbrug, Oslo 2005
- Van Hulle, Karel/Harald Gesell (eds), European Corporate Law, Baden-Baden, 2006
- Wählers, Henning W., Konzernbildungskontrolle durch die Hauptversammlung bei Obergesellschaft, München 1995
- Werlauff, Erik, Generalforsamling og beslutning, 2. udg., 2012
- Werlauff, Erik, Generalforsamlingen, Håndbog for dirigenter, 3. udg., 2018
- Werlauff, Erik, Selskabsmasken, 1991
- Werlauff, Erik, Koncernretnen, 1996
- Werlauff, Erik, EU-selskabsret, 3. udg., 2002
- Werlauff, Erik, Selskabsret, 11. udg., 2019
- Werlauff, Erik, Selskabsskatteret 21. udg., 2019
- Werlauff, Erik, Udlidtning og medarbejdere, 3. udg., 2002
- Werlauff, Erik og Dan og David Moalem, Værdipapirhandelen med kommentar, 2007
- Werlauff, Erik og Jørgen Nørsgaard, Vedtægter og aktionærerettenskomitee, 2. udg., 1995
- Werlauff, Erik, Valg af virksomhedsform, 2019
- Winther-Sørensen, Niels, Beskrivning af international Erhvervsindustri, 2000
- Wouters, Jan og Hildegard Schneider (ed.), Current Issues of Cross-Border Establishments of Companies in the European Union, Antwerpen, 1995
- Woxholth, Geir, Selskapsloven, kommentarutgave, 6. udg., Oslo 2005
- Woxholth, Geir, Schikapsrett, 4. udg., 2012
- Woxholth, Geir, Foreningsrett, 3. utg., Oslo, 2009
- Wymersch, Eddy (ed.), Groups of Companies in the EEC, Berlin-New York 1993
- Wündinger, Hans, Aktien- und Konzernrecht, 4. Auflage 1981
- Waaben, Knud, Strafferetten alm. del 1, 2011 ved Lars Bo Langsted
- Ørgaard, Niels, red. Artikler om Konkurs og Tvangsakord, 1984
- Ørgaard, Anders, Konkursret, 12. udg., 2018
- Ørgaard, Anders, Voldgiftsaftalen, 2006

## Litteraturforslag

- Ørgaard, Anders. *Eksekusjonsret*, 3. utg., 2020
- Aakvåg, Torvild m.fl., *Noen sentrale emner innen norsk konsernrett*, 1994
- Aarbakk, Magnus, Åse Aarbakk, Godmund Knudsen, Tove Ofstad og Jan Skjær, *Akaje. Lov og Allmenntaktsloven*, 4. utg. Oslo 2017
- Aarbakk, Magnus og Åse Aarbakk, *Ansvarlig Selskap og Indre Selskap*, 7. utg. Oslo 2010
- Aarum, Kristin Normann, *Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper*, Oslo 1994

# Forkortelser

ASL	Aktieselskapsloven
ASR og uttalelser	Aktieselskapsrapport og uttalelser
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AL	aktieselskabsloven
ALI	American Law Institute
ApI	anpartsselskabsloven
EGGI	European Corporate Governance Institute
EU	Den Europæiske Union
EJ	Erhvervsjuridisk Tidsskrift
ELBR	European Business Law Review
ESG	Environmental, Social, Governance
FIL	lov om finansiel virksomhed
FT	Folkeetingstidende
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung
H	Haugesund dom eller høgdomme
Jtt	Juristen
JT	Juridisk Tidsskrift vid Stockholms Universitet
J.U.	Juridisk Ugetrev
L	lovforslag (nr.)
LL	ligningsloven
LR	Ligningsrettet
LRS	lov om statsautoriserede revisorer
LRR	lov om registrerede revisorer
MAR	Markedsmissbrugsforordningen
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
MJ	Maastricht Journal of European and Comparative Law
NJA	Nytt Juridisk Arkiv
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NOU	Norges Offentlige Undervisning
NTS	Nordisk Tidsskrift for Selskabstid
RG(norsk)	Rettens Gang
R&R	Revision & Regnskabsvæsen
Ri	Norsk Rettsdende
SEL	selskabskatteloven
SL	selskabsloven

aktiebolagslagen  
Nasdaq OMX, Copenhagen »Aktieselskaper og uttalelser«  
Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft, tyskland  
Aktiengesetz  
aktieselskabsloven  
American Law Institute  
anpartsselskabsloven  
European Corporate Governance Institute  
Den Europæiske Union  
Erhvervsjuridisk Tidsskrift  
European Business Law Review  
Environmental, Social, Governance  
lov om finansiel virksomhed  
Folkeetingstidende  
Gesellschaft mit beschränkter Haftung  
Gesetz über Gesellschaften mit beschränkter Haftung  
Hæjesterets dom eller høgdomme  
Juristen  
Juridisk Tidsskrift vid Stockholms Universitet  
Juridisk Ugetrev  
lovforslag (nr.)  
ligningsloven  
Ligningsrettet  
lov om statsautoriserede revisorer  
lov om registrerede revisorer  
Markedsmissbrugsforordningen  
Markets in Financial Instruments Directive  
Markets in Financial Instruments Regulation  
Maastricht Journal of European and Comparative Law  
Nytt Juridisk Arkiv  
Neue Juristische Wochenschrift  
Norges Offentlige Undervisning  
Nordisk Tidsskrift for Selskabstid  
Rettens Gang  
Revision & Regnskabsvæsen  
Norsk Rettsdende  
selskabskatteloven  
selskabsloven

Skattepolitisk Oversigt  
Statens Offentliga utredningar (Sverige)  
Social Science Research Network  
Svensk Juristidning  
Tidsskrift for Retsvidenskap  
Tidsskrift for Skatter og afgifter  
(tidligere: Tidsskrift for Skatteret)  
Ugeskrift for Rettsvesen  
værdipapirhandelsloven  
Vestre Landsrets dom eller kendelse  
Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht  
Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht  
Østre Landsrets dom eller kendelse  
Årregnskabsloven

# Domsregister

SHT 1941.169	570	U 1923.876 H	573
SHT 1942.251	570	U 1929.183 Ø	564
TIS 1957.806	588	U 1931.274 H	489, 493
TIS 1995.588 V	205, 212	U 1932.468 H	564
TIS 1997.114	327	U 1932.613 Ø	550
TIS 1997.243	327	U 1932.869 H	565
TIS 1998.114 Ø	582	U 1933.271 H	494
TIS 1998.470 V	327	U 1936.35	432
TIS 1999.381 Ø	587	U 1937.198 Ø	372
TIS 1999.441 Ø	587	U 1937.464 H	204
TIS 1999.892	327	U 1938.99 H	378, 379
TIS 1999.897 H	327	U 1939.1052 H	550
TIS 1999.955 V	327	U 1940.24 H	205
TIS 2000.485	709	U 1940.48 H	550
TIS 2001.193 V	580, 642	U 1940.563 Ø	568
TIS 2002.150 Ø	587	U 1942.403 Ø	435
TIS 2002.435	587	U 1943.448 Ø	432
TIS 2002.693	161	U 1943.639 Ø	213
TIS 2003.198	488	U 1944.172 Ø	493
TIS 2005.1007	579, 580, 582	U 1945.1085 H	478
TIS 2008.1359 Ø	327	U 1946.320 H	661
TIS 2015.609 Ø	582	U 1946.1103 SH	213
FED 1997.1793 V	540	U 1951.960 H	539
FED 1998.124 V	540	U 1952.30	307
U 1917.108 SH	550	U 1952.575 H	213
U 1917.557 SH	564	U 1955.56 H	539
U 1920.183 Ø	565	U 1955.887 V	432
U 1921.156 H	564	U 1955.905 Ø	539
U 1921.250 H	625	U 1955.932 Ø	489, 589, 651
U 1921.283 H	379	U 1956.141 Ø	449
U 1922.667 Ø	211	U 1956.1122 Ø	376
U 1923.871	27	U 1958.574 H	398
U 1924.752 H	550	U 1959.209 V	476
U 1925.49 H	559	U 1961.450 Ø	371
U 1925.874 H	493	U 1961.515 H	553, 557, 577, 578
		U 1961.525 H	658
		U 1962.151 H	574
		U 1962.207 Ø	213

Dommeregister

- U 1962.606 582  
 U 1964.64011 385  
 U 1964.1103 372  
 U 1966.31 H 392, 393, 432, 494, 563,  
     370, 640  
 U 1966.39 V 584  
 U 1966.405 V 477, 484, 493  
 U 1966.480 V 371  
 U 1966.575 H 347, 349, 350, 376, 377  
 U 1966.675 O 211  
 U 1966.732 SH 357, 378  
 U 1966.739 V 241, 377, 379, 380, 451,  
     455  
 U 1966.838 371  
 U 1967.41 H 357, 427  
 U 1967.48 H 621  
 U 1968.247 H 372  
 U 1968.515 V 205, 548, 550  
 U 1968.766 H 450, 620, 649  
 U 1969.25 H 681  
 U 1969.782 O 539  
 U 1970.10 O 493  
 U 1970.96 H 317, 374, 380  
 U 1970.795 H 317, 373  
 U 1970.803 H 317  
 U 1971.616 H 612  
 U 1971.694 V 621  
 U 1972.419 V 427, 645  
 U 1972.500 H 372  
 U 1972.516 H 372  
 U 1972.668 O 213  
 U 1972.835 O 573  
 U 1973.258 SH 647  
 U 1973.280 H 372  
 U 1973.361 V 213  
 U 1973.399 O 647  
 U 1973.417 H 317, 374, 380  
 U 1973.687 H 213  
 U 1973.795 SH 645  
 U 1973.840 V 581  
 U 1973.865 O 640, 642, 647  
 U 1973.998 V 213  
 U 1974.129 H 372  
 U 1974.197 V 213  
 U 1974.371 H 662  
 U 1974.595 V 648  
 U 1974.826 O 190  
 U 1974.1005 H 532, 576, 579  
 U 1975.9711 662  
 U 1975.241 O 384  
 U 1975.294 O 371  
 U 1975.461 V 372  
 U 1976.241 O 581  
 U 1976.755 V 349, 350  
 U 1976.907 H 372  
 U 1976.909 H 372  
 U 1976.993 O 212  
 U 1977.61 H 242, 629, 677, 685  
 U 1977.80 H 261  
 U 1977.116 H 372  
 U 1977.123 H 495  
 U 1977.202 O 203, 212  
 U 1977.246 SH 559, 563, 578  
 U 1977.274 579  
 U 1977.526 H 588, 621  
 U 1977.664 H 255  
 U 1977.785 O 385, 591  
 U 1977.811 O 312, 532, 540, 575, 616  
 U 1977.911 O 213  
 U 1977.980 SH 658  
 U 1977.1048 O 213  
 U 1978.121 H 581  
 U 1978.133 H 578  
 U 1978.217 V 205, 211, 212  
 U 1978.414 O 308, 325, 592  
 U 1978.653 H 312, 532, 537, 540, 616  
 U 1978.760 O 374, 377, 380  
 U 1978.880 H 621  
 U 1978.975 V 581  
 U 1979.36 H 201, 251  
 U 1979.292 SH 190  
 U 1979.640 V 709  
 U 1979.777 V 308, 555, 557, 558, 559,  
     565, 566  
 U 1979.942 O 213  
 U 1980.435 V 308  
 U 1980.559 H 211  
 U 1980.806 V 620  
 U 1980.825 O 573  
 U 1981.194 H 213  
 U 1981.104 H 372  
 U 1981.262 H 494  
 U 1981.277 H 372  
 U 1981.473 H 581, 584, 588  
 U 1981.605 O 191  
 U 1981.701 308, 325, 592

U 1981.703	638	U 1989.212 H	225, 228, 564, 570, 642
U 1981.876	V 213, 214	U 1989.921 H	29
U 1981.941	H 213	U 1990.999	167
U 1981.973	H 366, 378, 380, 560, 562,	U 1990.116	325
U 573		U 1990.271	421
U 1982.5611	372	U 1991.133	495
U 1982.8411	372	U 1991.134	H 219, 451
U 1982.476	V 205, 212	U 1991.149	H 323, 357
U 1982.595	H 539, 540, 541, 575, 578	U 1991.180	H 263, 449, 499
U 1982.595	O 532	U 1991.233	V 311, 212
U 1982.689	V 621	U 1991.235	V 372
U 1982.742	O 213	U 1992.69	H 372, 620
U 1982.1062	O 532, 539, 572	U 1992.314	O 666
U 1982.1187	O 648	U 1992.640	V 637, 662
U 1983.267	SH 621	U 1992.674	V 662
U 1983.340	H 190	U 1992.780	V 573
U 1983.478	O 372	U 1992.825	V 211
U 1983.685	H 682	U 1992.971	241
U 1983.845	O 593	U 1993.789	V 578
U 1983.1105	V 681	U 1993.981	H 648
U 1984.496	H 372	U 1994.234	H 187, 239, 430, 495
U 1984.753	H 205, 212	U 1994.243	H 619
U 1984.852	V 371	U 1994.319	V 371
U 1984.1115	SH 570, 575	U 1994.470	H 620
U 1985.183	H 490	U 1995.43	H 578, 581
U 1985.209	H 581	U 1995.156	H 372
U 1985.313	H 556	U 1995.301	V 374
U 1985.377	H 579, 581	U 1995.444	H 350
U 1985.429	V 644	U 1995.550	O 325
U 1985.536	H 458, 543, 544	U 1995.905	H 382, 389
U 1985.539	H 641	U 1996.12	V 587, 588
U 1985.661	V 371	U 1996.200	H 541
U 1985.875	SH 629	U 1996.366	O 325
U 1985.940	H 325	U 1996.1550	H 494
U 1985.953	V 372	U 1996.1619	H 398
U 1985.960	V 374	U 1997.179	H 563, 586
U 1985.965	V 410, 613	U 1997.256	H 325
U 1985.1029	H 575, 576	U 1997.283	H 556, 560, 566
U 1986.53	H 313	U 1997.364	H 317, 325, 385, 622
U 1986.513	H 556, 617	U 1997.444	H 319, 326, 335, 336
U 1986.697	V 621	U 1997.519	O 666
U 1986.725	O 211	U 1997.697	H 541
U 1987.51	O 421	U 1997.842	H 281, 540
U 1988.88	O 371	U 1997.1358	H 490, 491
U 1988.816	O 681	U 1997.1475	H 421
U 1988.842	H 372	U 1997.1504	382
U 1989.462	H 661	U 1997.1642	H 582, 587, 618, 621
U 1989.647	O 543		

- U 2001.512 H 683  
U 2001.578 H 390  
U 2001.634 H 326, 327  
U 2001.673 H 382  
U 2001.777 H 618  
U 2001.781 H 540  
U 2001.873 H 557, 559, 564, 565, 580  
U 2001.1290 H 564  
U 2001.1516 H 541  
U 2001.1638 H 211  
U 2001.1730 H 326  
U 2001.1757 H 555  
U 2001.2023 H 326  
U 2002.107 H 190  
U 2002.496 H 541  
U 2002.582 H 327, 538  
U 2002.686 H 398  
U 2002.1412 H 241, 491, 629  
U 2002.1452 H 355  
U 2002.2067 H 120, 252, 540, 555, 574,  
576, 583  
U 2003.233 H 40, 480  
U 2003.250 H 539  
U 2003.317 H 528  
U 2003.1452 H 593  
U 2003.1467 H 390  
U 2003.1519 H 538  
U 2003.2084 H 540  
U 2003.2102 H 540  
U 2003.2505 H 541  
U 2004.261 H 306  
U 2004.610 SH 190  
U 2004.2199 H 665  
U 2004.2253 H 555  
U 2004.2955 H 327  
U 2004.3027 H 327  
U 2005.502 H 556  
U 2005.714 H 327  
U 2005.918 H 556  
U 2005.984 H 303, 306, 382  
U 2005.1019 V 586  
U 2005.1151 H 582, 665  
U 2005.1577 H 573, 575  
U 2005.1704 H 189  
U 2005.1978 H 200  
U 2005.2235 H 555, 580, 641  
U 2005.2397 H 327  
U 2005.3429 H 327

U 2006.145 H	323, 324, 327	
U 2006.243 H	578, 579	
U 2006.416 H	548	
U 2006.480 H	190	
U 2006.1448 H	490, 491, 494	
U 2006.1486 H	190	
U 2006.1753 H	539	
U 2006.1920 V	666	
U 2006.2013 H	311, 326	
U 2006.2039 H	540	
U 2006.2232 H	540	
U 2006.3050 H	337, 584, 586, 620	
U 2006.3376 SH	556	
U 2007.409 H	620	
U 2007.422 H	540	
U 2007.497 H	555, 565, 572, 578	
U 2007.7082 H	189, 190	
U 2007.1104 H	540	
U 2007.1151 H	544	
U 2007.1435 O	666, 667	
U 2007.1713 O	373, 583	
U 2007.2128 H	379, 640	
U 2007.2297 O	666, 667	
U 2007.2530 H	543	
U 2007.2546 O	481, 628	
U 2007.2600 H	316, 327	
U 2008.372	191	
U 2008.1572 H	311, 328	
U 2008.1604	537	
U 2008.1993 H	658	
U 2008.2441 SH	151	
U 2008.2880 H	540	
U 2009.665 H	371	
U 2009.1512 H	620	
U 2009.1694 O	390	
U 2009.1695 H	390	
U 2009.2056 O	326	
U 2009.2112	419	
U 2009.2112 H	592	
U 2009.2142 H	40, 389, 393, 419	
U 2009.2269 V	584	
U 2009.2311 H	326, 328	
U 2010.80 V	374	
U 2010.673 V	488	
U 2010.927 O	189	
U 2010.1617 H	205, 548, 550	
U 2010.1643 H	190	
U 2010.190 H	558, 562	
U 2010.1968 H	196, 199	
U 2011.063 H	271, 502	
U 2011.1052 H	563	
U 2011.164 H	127	
U 2011.1709 H	569, 570, 576, 578, 579	
U 2011.27062 H	625	
U 2011.2815 V	564, 565	
U 2012.3109 H	621	
U 2012.1223 H	191, 477	
U 2012.1823 H	213, 238	
U 2012.2102 H	525, 526, 529	
U 2012.2533 H	366	
U 2013.107 H	233	
U 2013.1107 H	120, 239, 540, 574, 581	
U 2013.1273 V	579, 581	
U 2013.1730 H	429, 431	
U 2013.1843 H	582	
U 2014.345 H	565, 566, 567	
U 2014.1346 H	540, 575	
U 2014.2661 O	203	
U 2014.2918 H	575	
U 2015.750 O	395	
U 2015.2075 H	549, 566, 571, 578, 581	
U 2015.2219	390	
U 2015.2371 V	578	
U 2015.3010 V	390	
U 2015.3643 O	393	
U 2016.2338 V	20	
U 2016.3756 H	390	
U 2017.588 H	390	
U 2017.753 V	540	
U 2017.923 H	189	
U 2017.1449 H	189	
U 2017.2663 H	663	
U 2017.2663 V	667	
U 2018.6170	391	
U 2018.1453 H	643	
U 2018.1487 H	622	
U 2018.3326 V	630	
U 2019.2170	458, 492, 543	
U 2019.962 O	554	
U 2019.985 V	540	
U 2019.1265 O	650	
U 2019.1818 H	191, 555	
U 2019.1907 H	354, 562, 566	
U 2019.2000 H	594, 596	
U 2019.2007 H	596	

## Dommegjørelse

- U 2019.2012 H 598
- U 2019.2812 V 598
- U 2019.3543 H 598
- U 2020.2000 G 651
- U 2020.2143 V 580
- U 2020.3147 H 375
- U 2020.3547 H 369, 570
- U 2021.571 H 587
- U 2021.958 H 189, 191

- C-212/97, Centres Ltd. 170
- C-208/00, Überseering 41, 171
- C-167/01, Inspire Art. 41, 171
- C-411/03, Sevic Systems 41, 153, 693
- C-210/06, Cartesio 41, 154, 155, 172
- C-378/10, VALE 41, 154, 156, 172
- C-105/16, Polbad 171

Sæ og Handelsrettsens dom af 20. oktober  
2011 i sag 3-17-08 583  
Sæ og Handelsrettsens dom af 20. juni 2016  
sag V-99-15 189  
Højesterets dom af 15. april 2021 i sag  
64/2020 580

## Stikordsregister

A Market for Corporate Control 70, 79  
 80, 121  
 A- og B-aktier 220, 446  
 A/S Københavns Lufthavn 142  
 absorption 669  
 acontoudlodning 657, 659  
 administrerende direktør 306, 352, 358,  
     555  
 afgift 100, 513, 592, 593  
 afstemning 354, 410, 411, 445, 453, 454  
 afstemningsmetoder 454  
 afstemningstemaet 454  
 aftalekoncerne 606, 614, 623  
 aftaler om bonus m.v. 633, 707  
 agentenkostnader 69, 81, 442  
 agenturer 153  
 aktieafgift 709  
 aktiebogen 82, 219, 223, 224, 225, 226,  
     227, 436, 449  
 aktiebogsafurer 223, 224  
 aktiebreve 218, 238, 663  
 aktiecertifikatsystem 224, 237  
 aktiecommissioner 252, 313  
 aktiehandel 696  
 aktieklasser 121, 160, 220, 261, 262,  
     447, 476, 484, 699, 701, 702  
 aktiet 24, 27, 39, 49, 51, 53, 57, 62, 67,  
     70, 75, 81, 83, 86, 89, 103, 105, 107,  
     110, 117, 119, 121, 134, 147, 158, 159,  
     176, 182, 195, 199, 204, 212, 217, 218,  
     219, 220, 221, 224, 226, 228, 230, 234,  
     235, 236, 238, 239, 240, 241, 242, 248,  
     250, 251, 252, 253, 254, 256, 259, 261,  
     262, 264, 266, 267, 268, 269, 274, 276,  
     277, 279, 280, 285, 287, 288, 289, 290,  
     291, 294, 296, 299, 300, 303, 304, 305,  
     306, 307, 312, 313, 317, 318, 325, 375,  
     381, 382, 383, 384, 386, 387, 389, 419

42, 44, 45, 61, 62, 63, 64, 65  
 49, 49, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72  
 61, 62, 63, 64, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 71, 72  
 589, 604, 605, 606, 611, 612, 613, 614  
 642, 679, 677, 681, 699, 693, 696, 697  
 698, 699, 701, 702, 703, 704, 705, 706  
 aktieplikt 75, 229  
 aktionær- eller  
 aksjeretsretten 125  
 aktionsretten 229  
 aktionsretten ved aksjekonferansen 125  
 aktionsretten ved tilslutningskonferansen 125  
 afdeling 478  
 aktionsrettsgrænse 225  
 aktionsretten 10, 52, 63, 126, 134, 145,  
 274, 306, 307, 308, 309, 312, 314, 315,  
 318, 326, 331, 333, 338, 361, 362  
 aktionsrettede 433  
 aktionsretter 227  
 aktiver 134, 166, 167, 178, 179, 180,  
 182, 194, 204, 212, 236, 237, 238,  
 244, 245, 246, 301, 302, 327, 506, 517,  
 508, 509, 510, 512, 517, 529, 539, 540,  
 582, 596, 598, 614, 639, 640, 642, 644,  
 647, 648, 651, 656, 658, 659, 665, 669,  
 671, 673, 676, 677, 681, 683, 684, 685,  
 689, 691, 692, 696  
 aktivitetsperiode 19, 36, 70, 71, 74, 227,  
 289, 431, 462, 477, 484, 485  
 allmennakjelskaper 24, 599  
 American Depository Receipts 234  
 amortisation 238, 275, 279  
 anbefalet overtagelsestidbal 697  
 Anbefalinger for god Sekkakslelse 42,  
 350  
 andelsselskaber 18, 19, 22, 25, 26  
 anfølgelige beslutninger 57  
 anmeldelsespligt valgmanns økonomisk  
 tilgang 511

bestyrelsesmedlemmerne givende ikke ret  
bestyrelsen, der har ikke militært 676  
bestyrelsen 43, 112, 199, 204, 217, 228,  
229, 230, 231, 232, 233, 234, 235, 236, 237,  
238, 239, 240, 241, 242, 243, 244, 245, 246, 247,  
248, 249, 250, 251, 252, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 259  
bestyrerne for den faktiske ledelse af et  
selskab 508  
bestyrer i forbindelse med stiftelsen 549  
bestyrerlig risikokapital 268, 270, 271  
bestyrerbegrænsning, ledelse 547, 554  
bestyreroverenskomst 24, 537, 539, 618,  
621, 623, 624  
bestyrerstabilitet 112, 113, 159, 177, 178,  
180, 181, 201, 204, 215, 243, 249, 250,  
254, 255, 259, 260, 297, 331, 549, 550,  
671, 688, 692, 709  
arbejdende bestyrelsesformand 113, 135,  
343, 352  
arbejdende bestyrelsesformænd 343  
ASA 109  
A-skat 566, 579, 581, 582, 588  
associerede virksomheder 603, 607, 634  
asymmetrisk information 69

**B**

banker 102, 118, 252, 344, 448, 479, 497  
begrænset hæftelse 24, 471, 624  
bemyndigelse til at erhverve egne  
aktier 293  
best execution 116  
bestemmede indflydelse 130, 132, 144,  
331, 336, 604, 605, 606, 607, 608, 609,  
617, 696  
bestemt risikokapital 24  
bestyrelsen 37, 43, 52, 85, 96, 99, 103,  
113, 117, 136, 137, 163, 194, 221, 227,  
236, 242, 255, 265, 267, 268, 276, 279,  
295, 313, 329, 332, 339, 340, 342, 343,  
344, 345, 346, 347, 348, 349, 350, 351,  
352, 353, 354, 355, 356, 358, 359, 360,  
361, 365, 366, 367, 368, 369, 370, 374,  
377, 378, 379, 392, 393, 397, 399, 405,  
406, 407, 410, 415, 416, 418, 419, 420,  
421, 422, 430, 432, 433, 434, 435, 437,  
438, 441, 443, 444, 445, 449, 450, 451,  
452, 454, 456, 458, 459, 462, 484, 495,  
501, 532, 536, 544, 550, 551, 552, 554,

553, 556, 557, 559, 560, 561, 564, 565,  
566, 567, 568, 570, 572, 576, 577, 578,  
580, 582, 584, 591, 632, 640, 644, 651,  
654, 679, 680, 690, 703, 706  
bestyrelseskomiteer 408  
bestyrelsesmedler også almindeligt  
elektronisk 355  
bestyrelsesudvalg 343, 344, 361  
besvigelser 531, 539, 540  
betalingserklæring 642, 643, 665  
betalingsstandsnings 177, 410, 513, 644,  
645  
benytelsesbekendtgørelsen 116  
Bezugsrecht 263  
binavne 187, 188  
bistand til moderselskaber, kapitalejere,  
ledelsesmedlemmer m.v.  
(aktionærer) 307  
blancofukdmagter 442, 444  
blank påtegning 329, 530, 532  
blanke stemmer 477  
blokerende minoritet 229, 473  
board of directors 32, 339, 429  
bookbuilding system 233  
breakthrough-regel 447, 456, 704  
brevkasseselskab 152  
business judgment rule 568  
Business Roundtable 74  
byggeklodsmodel 503  
byggeklindssystem 50  
beredytighed 55, 79, 91  
bersemision 249, 251  
berettske regler 698  
borsintroduktion 251, 252, 396, 447, 703  
borsmæglerselskaber 497  
borsnoterede aktier 39, 119, 147, 220,  
500  
borsnoterede selskaber 36, 37, 39, 41, 57,  
64, 67, 68, 69, 70, 73, 77, 79, 85, 89,  
100, 114, 115, 119, 120, 121, 134, 135,  
136, 137, 138, 143, 197, 198, 218, 219,  
221, 224, 229, 231, 236, 242, 252, 256,  
268, 296, 302, 304, 305, 308, 340, 343,  
344, 352, 353, 354, 368, 381, 383, 384,  
389, 391, 396, 418, 419, 429, 431, 432,  
437, 438, 447, 448, 452, 456, 458, 459,  
462, 463, 480, 485, 500, 501, 504, 524,

- 328, 533, 553, 564, 589, 590, 631, 677,  
687, 700  
Børsreform I 114  
Børsreform II 114, 218  
Børsreform III 115  
Børsreform IV 115  
børsnotering 450
- C**
- Cadbury-report 68  
CalPERS 72  
Carlsbergfonden 144  
cash pool ordninger 314  
cash-pooling 617  
Centros-dommen 24, 40, 156, 164, 170,  
314  
Certified Adviser 123  
certifikatsystem 224, 237  
Chinese Walls 388  
clearing 118  
clearingscentraler 118  
Cleantream 218  
Code de Commerce 26  
commodized code 92  
Combus-sag 133  
compliance officers 567  
compliance programmer 567  
comply or explain 41, 42, 78, 92  
consolidation bids 696  
corporate governance 18, 37, 41, 42, 45,  
64, 65, 68, 69, 70, 71, 74, 88, 90, 105,  
239, 246, 288, 289, 341, 352, 356, 401,  
405, 406, 431, 432, 442, 443, 447, 462,  
566, 567  
corporate purpose 74  
Corporate Social Responsibility 64, 78,  
505  
cross border voting 460  
cross-holding 154, 298, 615, 668, 704  
CSR 64, 78  
culpa-regel 537  
CVR-registret 167
- D**
- Daily Mail 155  
dansk international selskabsret 148  
Dansk Olie og Naturgas A/S 132, 142  
Dansk Tiptjeneste A/S 132
- de facto og de jure dommen 241  
dercharge 434, 451, 573, 592  
Delaware-effekt 167, 172  
dellæringsretter 121  
dellæringsretter 479  
dematerialiserede værdipapirer 218  
den daglige ledelse 52, 129, 319, 361,  
345, 353, 358, 365  
den finansielle krisie 34  
deregulering 18, 32, 55, 83, 84, 85, 104  
det centrale ledelsesorgan 254, 321, 342,  
345, 371, 435, 439, 439, 443  
Det Offentlige Ejendomme 222, 223  
det øverste ledelsesorgan 345  
direktionen 52, 340, 342, 343, 345, 347,  
355, 356, 357, 358, 359, 363, 365, 367,  
368, 370, 409, 430, 433, 458, 554, 560,  
561, 564, 565, 568, 581, 613  
dirigenter 440, 444, 451, 452, 453, 454  
466, 527  
disinterested directors 360  
diversitet 360  
DSB Reden 132, 142  
DSB S-tog A/S 142  
duty of care 373, 562, 566  
duty of loyalty 373, 562
- E**
- ECGI (European Corporate Governance  
Institute) 68  
edition 545  
egentlig fusion 151, 699  
egne aktier 27, 52, 62, 81, 83, 112, 134,  
169, 230, 231, 257, 260, 268, 273, 274,  
277, 287, 288, 289, 290, 291, 292, 294,  
295, 299, 300, 301, 302, 304, 306, 342,  
384, 385, 386, 433, 449, 509, 580, 714  
egne anpartier 113, 288, 292  
egne kapitalandele 52, 41, 129, 139, 218,  
240, 257, 260, 275, 277, 287, 290, 292,  
293, 294, 295, 296, 297, 298, 299, 301,  
301, 302, 304, 305, 306, 429, 477, 478,  
680  
ejeraftaler 151, 185, 186, 187, 195, 196,  
197, 198, 199, 210, 240, 241, 242, 248,  
280, 347, 348, 423, 444, 450, 492, 506,  
589, 606, 610

- ejerstifter (aktionær- og  
ejerpartshaverforenede) 195  
ejerbevis 219, 235, 237, 238  
ejerbeviser 218, 219, 224, 226, 234, 235,  
238, 277, 663  
ejerbogen 218, 219, 222, 225, 226, 228,  
229, 230, 237, 329, 383, 474, 498,  
477  
ejerbogsføter 223, 224  
ejerledede selskaber 50, 51  
ejerloft 239, 478, 479  
ejerregister 82, 138, 217, 225, 306, 613  
ejerregistret 237, 329, 516  
ekstraordinær generalforsamling 112,  
257, 431, 435, 436, 440, 474, 492, 494,  
526, 534, 554, 560, 644, 648, 690  
ekstraordinær udbytte 12, 257, 293,  
323, 332, 333, 509, 538, 659  
elektronik kommunikation 436, 439,  
461, 463, 469  
elektroniske bestyrelsesmedier 335  
elektroniske generalforsamlinger 437,  
462, 463, 464, 466, 467  
EMCA 56, 85  
emission 251, 257, 258, 260, 263, 264,  
265, 304, 576  
emissionskurser 253  
endeligt likvidationsregnskab 656  
enaktionær 128, 129, 527  
enejerpærtshaver 127, 335, 386  
enekapital ejeren også blive ansvarlig som  
faktisk leder af selskabet 129  
enkeltmandsdirektivet 126  
Enron 82, 105, 522  
equity metode 607  
erhvervsdrivende fonde 18, 19, 23, 142,  
143, 144, 497, 603, 608  
erhvervsdrivende selskaber 140  
erhvervsdrivende virksomheder 17, 18,  
19, 22, 23, 25, 188, 190, 371  
Erhvervsministeriets  
Erhvervsankenævn 101, 104, 209,  
378, 495  
Erhvervsstyrelsen 19, 22, 37, 40, 47, 51,  
64, 86, 93, 99, 100, 102, 103, 112, 126,  
132, 136, 143, 149, 154, 163, 165, 167,  
170, 173, 176, 179, 180, 186, 187, 189,  
190, 196, 200, 201, 203, 208, 209, 210,  
219, 222, 226, 230, 235, 243, 277, 278,  
283, 285, 286, 299, 308, 309, 310, 311,  
312, 314, 315, 316, 317, 319, 320, 322,  
324, 329, 349, 357, 374, 409, 429, 434,  
436, 432, 469, 481, 483, 492, 495, 500,  
512, 514, 522, 540, 550, 593, 594, 596,  
597, 608, 611, 612, 617, 623, 641, 642,  
649, 650, 651, 653, 656, 657, 663, 664,  
665, 666, 667, 672, 673, 680, 686, 689,  
690, 691, 692, 694, 709  
erklæringsstandarder 530  
erstatningsansvar 126, 127, 150, 151,  
192, 201, 205, 235, 308, 321, 326, 330,  
336, 337, 375, 376, 391, 491, 532, 537,  
538, 540, 547, 548, 549, 550, 555, 557,  
567, 576, 578, 579, 580, 583, 585, 586,  
617, 640, 641, 644, 646, 660  
ESG 64, 72, 88, 91, 518  
ESMA 104  
EU-harmonisering 18, 32, 33, 53, 84,  
148, 339  
Euroclear 218  
europæisk marked for selskaburet 172  
europæiske samarbejdsudvalg 39, 403  
europæiske økonomiske firmagrupper 37  
EUs etableringsstegler 152, 171, 314  
executive directors 339, 358  
exercisekurser 268  
EOS-aftalen 28
- F
- fairness opinion 379, 697  
faktiske koncerne 606, 614, 623  
fiktionsaktier 269  
fast vedtag 393  
fårvkurs 260, 264, 423, 424, 476  
filialbestyrere 167, 177  
filialer 35, 153, 164, 165, 167, 168, 171,  
173, 411  
filialværtning 191  
finansielle instrumenter 49, 193, 247,  
267, 289, 385, 448, 510  
finanskrisen 40, 106, 115  
Finanstilsynet 65, 101, 103, 117, 120,  
140, 141, 142, 231, 382, 384, 503, 703,  
707  
firmalov 19  
First North 699

(n) mind præge 140  
 (v) mind præge 140  
 Universitets overtagelsesforsøg 199, 290,  
 300, 319  
 udnytning af hervede 54, 154, 155, 172  
 udmeld 18, 19, 23, 142, 143, 144, 497,  
 603, 632  
 udstyr 237, 250, 257, 258, 260, 264,  
 301, 476, 528  
 produktivitet 118, 218, 234, 238  
 produksions 56, 118  
 producyndigheden 143, 144  
 producorglerselskaber 39  
 fordelingsmulighed 231  
 forsyninger 142  
 forsyning 32, 73, 82, 83, 84, 105, 221,  
 447, 524, 544, 551  
 forhandlingsprotokol 128, 428, 429, 452,  
 634  
 forudsæt 80, 187, 198, 239, 240, 241,  
 451, 495  
 formand for bestyrelsen 351, 352, 654  
 formkrav til aftaler mellem en  
 aktionær og selskabet 127  
 formueforvaltning 367  
 formueforvaltningen 369  
 formuekombination 618, 620, 623  
 formue 20, 22, 23, 25, 33, 41, 119, 126,  
 130, 132, 142, 144, 165, 170, 175, 187,  
 189, 192, 193, 194, 198, 214, 239, 241,  
 247, 259, 261, 275, 276, 277, 286, 295,  
 307, 313, 321, 331, 333, 335, 354, 356,  
 373, 379, 381, 392, 401, 432, 433, 438,  
 439, 446, 450, 481, 488, 490, 491, 517,  
 521, 522, 528, 533, 563, 576, 611, 621,  
 625, 640, 648, 649, 655, 683, 696, 705  
 forretnings- og  
 driftsbemærkninger 392, 419  
 forretningsordenen 353, 354, 501, 551,  
 552  
 forretningssudvalg 355, 408  
 Forsikrings- og Erstatningsrettlig  
 domssamling 538  
 forsikringsselskaber 25, 65, 71, 118, 141  
 fortælelse af mdsigelser 235  
 fortælelse af rettigheder 234, 235  
 fortegnelse over større aktionærer 82  
 fortegningsret 236, 248, 254, 258, 259,  
 261, 262, 266, 287, 305, 423, 476, 483

Forum Europeum Konferensia 673  
 frakendelse af teknik til et varemærke  
 direktion 593  
 frihedsdeclarering 561  
 frisudagen 599, 644, 647, 652, 654  
 frivillig likvidation 649, 653  
 frivillige tilbudd 697, 703  
 Fugl Phænix-modellen 612  
 fuldmags 147, 216, 348, 579, 571, 572,  
     438, 442, 443, 450, 620  
 fuldmagtsindsamling 442, 443  
 fuldmægtig 212, 228, 380, 628, 441,  
     444, 458, 463  
 fusion 30, 34, 113, 130, 144, 150, 151,  
     154, 158, 163, 188, 242, 250, 266, 268,  
     297, 322, 324, 342, 353, 393, 430, 431,  
     457, 473, 474, 512, 525, 637, 638, 639,  
     665, 669, 670, 671, 672, 674, 676, 677,  
     679, 680, 681, 682, 683, 684, 685, 686,  
     687, 689, 691, 692, 693, 694, 696, 697  
 fusioesbeslutninger 640, 644  
 fusionsplan 671, 672, 673, 689, 694  
 fusionsprospekt 674  
 fusionsregnskab 512, 674, 675  
 förtäckta vinstdelning 331

1

garantiforsikring 539  
 garantikapital 25  
 gaver til politiske formål 194  
 generalforsamlingen 43, 52, 54, 77, 99,  
     103, 113, 129, 136, 179, 194, 197, 204,  
     236, 247, 248, 257, 261, 262, 264, 265,  
     268, 275, 288, 291, 294, 297, 298, 320,  
     330, 331, 332, 339, 340, 342, 344, 347,  
     349, 375, 378, 379, 392, 397, 398, 407,  
     410, 412, 423, 424, 425, 427, 428, 429,  
     430, 431, 432, 433, 434, 435, 436, 437,  
     438, 439, 440, 441, 445, 446, 449, 451,  
     452, 453, 456, 457, 458, 459, 460, 461,  
     462, 463, 464, 465, 466, 468, 469, 471,  
     474, 477, 478, 480, 481, 482, 483, 486,  
     487, 490, 493, 494, 495, 523, 526, 528,  
     535, 543, 544, 545, 573, 583, 584, 590,  
     605, 606, 610, 644, 645, 646, 649, 651,  
     652, 653, 654, 658, 659, 660, 661, 677,  
     674, 680, 684, 690, 704

honorar 42, 350, 398, 421, 488, 643  
hovedaktionærskaber 62, 123, 126,  
129, 321, 336, 407, 488, 584, 589  
hovedsædeteorien 148, 149, 153, 159,  
170  
hvidvask 106  
hæftelse for selskabskatten 597  
håbhuschedstidspunkt 255, 578, 595

## I

identifikation 587  
ihændehaveraktier 220, 224, 225, 226,  
230, 235, 240, 384, 465, 469, 643  
indbetaling af kapitalen 199, 201  
individualrettigheder 47, 425, 472, 473,  
486, 563  
indkaldelse af generalforsamling 112  
indlosningsret- og pligt for  
moderselskabet af minoritetsaktionærer  
i datterselskabet 628  
indskruenkninger i kapitalandelens  
omsættelighed 220  
inabilitet 100, 364, 374, 375, 376, 377,  
379, 380, 381, 420, 444, 452, 496  
insider 303, 376, 384, 389, 392, 456  
insiderhandel 39, 75, 81, 121, 289, 303,  
376, 381, 382, 383, 384, 385, 386, 387,  
389, 391, 392, 419, 567  
insiderlister 384, 386  
insiderregister 114, 384  
insolvenskriteriet 645  
insolvent likvidation 47, 638  
Inspire Act 149, 155, 171  
institutionelle investorer 15, 42, 64, 71,  
253, 341, 453, 462, 467  
interessekonflikter mellem ledelse og  
selskab 374  
interesseminikaber 19, 109, 471  
intern revision 367  
intern viden 40, 118, 120, 121, 302, 382,  
385, 386, 387, 388, 389, 393, 419, 420,  
614  
international selskabsret 73, 147, 148  
internationale fusioner 35, 671  
internationale koncerner 147, 148, 169,  
412, 601, 602, 610, 626, 627  
internationale regnskabsstandarder 302,  
498, 499, 504, 506, 512, 673

- aktionsmarkedets lovvalg 148  
 aktionsforsyningsselskab 331  
 aktionsregler 83, 136, 187, 388, 418  
 produktionslakab 18, 21, 107, 205, 529  
**J**  
 joint Stock Companies Act 26  
 joint Ventures 607  
  
**K**  
 kapitalandele 222  
 kapitalandele er den fælles betegnelse for  
 aktier og aopnær 217  
 kapitalandelernes værdi 242, 300, 486,  
 529, 677  
 kapitalbedskab 180, 280, 331, 333,  
 334, 342, 368, 370, 551, 552, 566, 572,  
 577, 616  
 kapitaldirektiv 24, 44, 52, 62, 273, 288,  
 291, 306, 307, 517  
 kapitalejcer også kan tilpligtes at sælge  
 sine kapitalandele til de øvrige  
 kapitalejere eller selskabet 631  
 kapitalejrlån 52, 55, 180, 273, 307, 310  
 kapitalejerne 49, 51, 54, 73, 129, 196,  
 319, 323, 227, 230, 240, 248, 256, 257,  
 260, 261, 269, 273, 275, 278, 287, 295,  
 296, 301, 309, 321, 333, 334, 335, 336,  
 379, 425, 427, 430, 431, 432, 433, 435,  
 436, 438, 439, 440, 445, 452, 454, 455,  
 456, 457, 459, 461, 465, 466, 468, 469,  
 473, 476, 478, 482, 483, 486, 487, 494,  
 501, 543, 548, 573, 574, 583, 585, 589,  
 590, 639, 640, 641, 642, 645, 646, 649,  
 650, 652, 653, 655, 656, 657, 659, 660,  
 663, 670, 672, 674, 676, 678, 680, 683,  
 684, 685, 686, 690, 693  
 kapitalejernes legitimation over for  
 selskabet 222  
 kapitalejernes stemmeret 220, 480, 484  
 kapitalfonde 198  
 kapitalforhøjelse 47, 94, 99, 159, 202,  
 203, 214, 219, 222, 246, 247, 248, 250,  
 252, 254, 255, 258, 259, 262, 265, 266,  
 268, 273, 277, 278, 279, 284, 286, 287,  
 290, 297, 304, 490, 525, 548, 586, 676,  
 680, 690, 692  
 kapitalmarkedsloven 40, 103, 114  
  
 kapitalnedværtelse 10, 63, 79, 237, 306,  
 273, 276, 277, 278, 279, 284, 286, 287,  
 289, 291, 300, 303, 324, 336, 419, 426,  
 482, 528, 615, 699  
 kapitalelskaber 18, 21, 49, 56, 57, 59,  
 111, 127, 129, 131, 165, 177, 187, 196,  
 197, 301, 343, 347, 354, 556, 558, 581,  
 430, 446, 471, 472, 473, 475, 493, 591,  
 503, 530, 533, 541, 544, 639, 687  
 kapitalstruktur 75, 80, 81, 245, 246, 269,  
 273, 289, 331, 334  
 kapitaltab 24, 112, 274, 279, 281, 282,  
 284, 285, 286, 330, 334, 359, 416, 417,  
 577, 592, 644  
 kodificering af koncernretten 131  
 kollektive overenskomster 401, 402,  
 403, 404  
 kombination 24, 144, 252, 278, 280,  
 331, 363, 669, 690  
 kommanditelskaber 18, 19  
 Kommissionen, bensættinger henholdvis  
 om ledelsens rolle og uafhængighed og  
 om vederlag 89  
 Kommissionens handlingsplan 32, 43,  
 45, 66, 84, 105, 131, 340, 446, 462,  
 600, 614  
 kommitteret 343  
 koncentreret ejerskab 68, 341, 472  
 koncernbegrebet 648  
 koncernchefer 613  
 koncerndefinition 130, 194, 511, 602,  
 603, 604, 608, 633  
 koncerndirektion 613  
 koncerner 19, 30, 34, 143, 147, 148, 227,  
 298, 299, 308, 312, 331, 341, 403, 411,  
 412, 413, 414, 487, 511, 599, 600, 601,  
 602, 606, 607, 608, 610, 613, 614, 616,  
 621, 623, 625, 626, 627, 632, 633  
 koncernlån 307, 312, 314, 315, 322, 611,  
 616, 617  
 koncession 139, 140, 141  
 konglomerater 601  
 Konkurrence- og Forbrugstyrelsen 101  
 konkurs 109, 128, 166, 177, 211, 252,  
 270, 281, 283, 285, 331, 357, 399, 421,  
 548, 556, 563, 571, 573, 575, 583, 590,  
 594, 624, 637, 638, 640, 644, 645, 646,  
 647, 648, 651, 660, 662, 665, 667, 671

## Stikordbogstaver

- kompetente organer 11, 497, 511  
konsolidering 330, 332, 333, 490, 619  
konstituerende generalforsamling 175,  
176, 219  
kontraktskonvensjonen 150, 151  
kontraktsstatutet 150  
kontrol med  
virksemhedssammenslutninger 37  
kontrollpakke 670  
kontrollpakken 95, 209  
konvergering 249, 250, 254, 255, 259  
konvertible obligationer 118, 204, 223,  
240, 247, 261, 264, 265, 266, 267, 269,  
309, 328  
korrumpering 23, 61, 62, 118, 121,  
289, 306, 381, 382, 385, 390  
kuospleje 304  
kvalificeret flertal 187, 192, 259, 439,  
473, 475, 476, 482, 680  
kvalitetsrapporter 121, 502  
Københavns Fondsbors 39, 42, 57, 89,  
113, 114, 233, 343  
Københavns Lufthavne A/S 132  
Københavns Lufthavne A/S 132
- L
- Lamfalussy-rapporten 84  
ledelsens afdeling 43, 445, 654  
ledelsens loyalitetspligt 301, 374  
ledende medarbejdere  
aktiebesiddeiser 231  
Legal Capital Concept 62  
Letters of Comfort 620  
Letters of Support 620  
leverage buy-outs 317  
ligestilling 360  
ighedsgrundsatning 276, 306, 336, 474,  
482, 483, 695  
kvidationens gennemførelse 640, 658  
kvidator 638, 646, 647, 649, 652, 653,  
654, 655, 656, 657, 658, 659, 660, 661,  
662, 663, 665, 666, 667  
kvidator skal prove de anmeldte  
fordringer 658  
United Liability Company 165  
lret fusion 669  
à sur les sociétés 26  
messig reservefond 334
- loyalitetspligt 708  
kommeldagens retsvælling ved  
virksemhedsoverdragelse 38, 403,  
670, 682  
til en v. til nærlægde personer 311  
til til brug 309  
til til ejc 309
- M
- majoritetsoverdragelse 130, 632, 634,  
683, 696  
management buy ins 318  
managementkontrakter 344  
mangfoldighedspolitik 321  
mangler ved generalforsamlingens  
afholdelse og beslutninger 493  
MAR 115, 289, 382  
markedsbaseret eller outsider-system 70  
markedsmalupulation 303, 389  
markedsmitbrug 39, 114, 118, 121  
maskeret udbytte 335, 336, 488  
maskeret udbytte/udlodning 334, 335  
maskeret udlodning 195  
medarbejderaktier 63  
medarbejdere i udenlandsk  
datterselskaber, repræsentanter i  
danske moderselskaber 412, 610  
medarbejdere i et eller flere udenlandsk  
datterselskaber 412  
medarbejdertiltepresentation 30, 33, 111,  
143, 157, 161, 227, 345, 347, 357, 363,  
403, 406, 407, 408, 418  
medarbejdervælgte  
bestyrelsesmedlemmer 313, 348, 381,  
392, 406, 410, 412, 416, 417, 418, 421,  
556, 591  
meddelelse om betydelige  
kapitalposter 229  
medsagsret 241  
mellembalance 257, 333, 512, 536, 671,  
672, 674, 675, 691, 692  
mezzaninkapital 246  
MiFID II 115  
minimumskapitalen 50, 53, 110, 112,  
276, 279, 294, 664  
minoritetstabejdciser 222, 261, 449, 472,  
525, 628

overskriftssystemet 131, 134, 163, 260,  
166, 312, 319, 330, 411, 423, 435,  
437  
overskriftsteknologi 423, 627  
overskriftsteknologien 375, 472, 474, 484,  
476, 504  
overskriftsteknologien 492, 525  
overskriftsteknologien 63  
overskriftsteknologien 135, 603  
overskriftsteknologiens formål 193  
overskriftsteknologiens ledelsesret af  
koncernen 613  
overskriftsteknologien 596  
overskriftsteknologien 70  
overskriftsteknologien 446, 453

N

Nasdaq 28  
Nasdaq Copenhagen 42, 89, 103, 113  
navneaktiet 223, 224, 225  
navnkapitalandel 223  
no par value shares 24  
numinco-ordningen 228  
numinco-udvalg 356  
non-executive directors 339, 358  
noteringsfrist for udøvelse af  
stemmeret 448  
nullitet 97, 185, 494  
nye ledelsesmodeller 344  
omstændende 311, 391, 603, 622, 648  
Norby-udvalgets anbefalinger 74, 77, 85,  
117, 137, 221, 228, 295, 346, 352, 353,  
355, 360, 548, 552, 563, 566, 704

O

offentlig repræsentation i  
pengoinstitutternes bestyrelse 140  
offentlighed om ejersforholdene 225, 228  
offentlighedens tillidsrepræsentant 522,  
523, 527, 533, 538  
omdannelse 93, 158, 159, 161, 188, 212,  
214, 285, 410, 473, 639, 664, 709  
omkostninger ved stiftelsen 178  
omsætningspapirer 218, 220, 234, 235,  
238  
omsættelighedsindskrænkninger 239,  
240, 297, 476, 478, 479  
OMX 28, 113

one share - one vote 221, 446, 647  
online registrering 189, 193  
opførsel 23, 114, 150, 151, 153, 166,  
211, 266, 268, 281, 316, 379, 482, 524,  
479, 492, 496, 538, 629, 643, 644, 645,  
646, 647, 649, 650, 651, 660, 665,  
666, 667, 669, 690  
oplossing ved handlingsudvalgning 641,  
643  
opportunitisme 69  
opaktrivning 278, 286  
opaktrivningshendeligheder 278  
optimal kapitalstruktur 30, 246, 259  
optioner 264, 268, 269, 382  
ordførerende direktør 354  
ordinær generalforsamling 348, 410, 414  
ordinære aktier eller stamaktier 220  
organicori 344  
overallokering 231  
overfart overlad 256, 330, 331, 509  
overkunffond 251  
overskudsdeling 23, 424  
overskudselskaber 597  
overtagelsestilbud 35, 51, 77, 114, 116,  
118, 199, 295, 298, 376, 379, 383, 391,  
431, 480, 481, 631, 696, 697, 698, 706,  
707, 703, 704, 705, 708

## P

papiraktier 218  
partredetier 18, 19  
partshabilitet 210, 211  
perioderegnskaber 368, 581  
pligtmessige tilbud 703  
praktisk majoritet 544, 606  
primær etablering 153, 155  
primære og sekundære insidere 389  
principal/agentteori 67  
privata og publika aktiebolag 109  
private placements 198  
privatisering 65, 132, 142, 240  
proceshabilitet 211  
professionel ledelse 198  
professionsansvar 537, 553  
prokura 371, 372, 430  
proportionalitetsprincip 446  
prospekt 119, 199, 249  
prospektansvarlige 252

- prospektinformations 710  
 proxy advisor 73, 427  
 proxy advisors 445  
 proxy rules 443  
 proxy-advisors 442  
 præferenciekapital 81, 220, 275, 332  
 præsident, selskabets 46, 91, 92

**Q**

quorumkrav 354

**R**

reassumption 664  
 redegørelse 519  
 reelle ejere 223  
 registrerings- eller  
     inkorporationsteorien 149  
 registreringsdato 224, 449, 465  
 reglerne om gennembrud – i  
     selskabsloven benævnt  
         suspension 704  
 regnskab og revision 125, 137, 313, 500  
 regnskabet 30, 138, 254, 278, 329, 330,  
     459, 527, 528, 529, 530, 532, 533, 539,  
     540, 559, 574, 575, 634  
 regnskabsbruget 500  
 regnskabsklasser 112, 138, 498, 499,  
     512, 514, 515  
 regnskabsoversigtsbehandling af egne  
     kapitalandele 301  
 regnskabsvejledninger 498  
 sekretærmarkeder 433  
 sekretærpost 160, 254, 276, 279, 281,  
     315, 316, 317, 483, 577, 579, 645, 646  
 sekretærskab 341, 344, 547  
 sekretærstillingen og tegningsret 150  
 sekretærstillingen 477  
 sekretærstillingen 105  
 sekretær 19, 22, 171, 176, 177, 210, 212  
 sekretærstillingen 36  
 sekretærstillingen 199, 260, 483  
 sekretærtillidet regnskab 331, 506,  
     510, 512  
 sekretærtillidet regnskab 333, 535  
 sekretærtillidet regnskab 29, 39, 51, 42, 48, 66,  
     104, 105, 106, 137, 139, 182, 227,  
     228, 229, 230, 312, 367, 434, 436, 460,  
     461, 462, 515, 523, 524, 525, 526,  
     527

- 531, 532, 533, 534, 535, 536, 538, 539,  
 543, 545, 566, 576, 591  
 revisionsudvalg 41, 103, 343, 344, 354,  
 368, 532, 536, 553, 561  
 revisoransvar 337, 338, 375  
 revisors erstatningsansvar 337  
 revisors uafhængighed 107, 182, 322,  
 326, 536  
 risikostyring 67, 81, 88, 367, 552, 566,  
 567  
 risk management 566  
 Rozenblum-doktrin 44  
 rådgiver 327, 353, 419, 445, 640  
 rådgiveres hæftelse for  
 selskabskatten 597

**S**

safe harbour 81, 212, 303, 306, 318  
 sagkyndige bestyrelsesmedlemmer 336  
 sale and lease-back 285  
 samarbejdsaftale 402  
 samarbejdsudvalg 39, 63, 401, 402, 403,  
 406, 416, 418  
 sambeskattning 480  
 samfundsansvar 55, 195  
 sammensmelting 639, 668, 669  
 samtykke fra selskabet til  
 overdragelse 197, 239  
 Sarbanes-Oxley Act 105  
 SARs (Stock Appreciation Rights) 269  
 SAS 134, 463  
 Savona-rapport 105, 215  
 say-on-pay 397  
 SCE 38  
 securitisering 271  
 sekundær etablering 153, 164  
 sekundære massekrav 647  
 selskaber med andeiskarakter 25  
 selskabers kapitalstruktur 80  
 selskabers primære etablering og  
 flytning 153  
 selskabers værmeting 151  
 selskabets formål 189, 192, 373, 432  
 selskabets kapitalberedskab 331, 334,  
 342, 368, 370, 551, 552, 566, 572, 577,  
 643  
 selskabets medarbejdere 194, 264, 418  
 selskabets navn 187, 377

- aktionsmæssige organisation 67, 169, 351, 443  
 aktionsmæssig regulerings 175, 184, 200.  
 aktionsreserves 98, 111, 177,  
 221, 233, 234, 333, 343, 348, 410, 589,  
 aktionsrådets ansvaret 351  
 aktionsrådets internationale  
 repræsentation 167  
 aktionsrepræsentation 349, 401, 409,  
 410, 411, 413, 610, 694  
 aktionsretligt kontraktfrihed 17, 20  
 aktionsretligt lighedsprincip 698  
 aktionsretning 251, 321, 327, 582,  
 596, 597, 622, 667  
 aktionsfinansiering 52, 53, 83, 139, 273,  
 308, 309, 317, 318, 319, 324, 326, 327,  
 328, 423, 592  
 selvinkriminering 328  
 Schengen-registrering 210  
 scherregulering 68, 85, 105, 117  
 servic-dom 693  
 shadow directors 585, 624  
 shareholder/stakeholder value 75, 76, 77,  
 570  
 simpelt flertal 194, 267, 295, 332, 454,  
 476, 480, 649, 650  
 simultanstiftelse 176, 177  
 skatteforbehold 201  
 skattefri spaltning 689  
 samlet virksomhedsomdannelse 184,  
 215  
 skjulte reserver 81, 677  
 skriftlig spørgsmålsret 136, 458  
 skuffeselskaber 178, 214, 215, 503  
 sinet kapitalnedstættelse 276  
 SLIM-projekt 84  
 sociale foranstaltninger for selskabets  
 medarbejdere 194  
 socialekonomiske virksomheder 23  
 soft law 54, 85, 86  
 solvcent likvidation 47, 283, 638, 643,  
 644, 645, 647, 649, 655, 659, 660, 662,  
 665, 671, 677, 685  
 spaltning 34, 47, 51, 113, 130, 153, 154,  
 188, 266, 268, 297, 473, 475, 480, 486,  
 512, 525, 637, 638, 639, 683, 687, 689,  
 690, 691, 692, 693, 694  
 SPE 16, 38  
 spekulation med selskabets aktier 284  
 spekulationsbegrebet 183  
 spekulationsfortretninger 183, 185, 270,  
 634  
 sponsoring 193  
 spredning af aktier 119, 472  
 spredt ejerskab 340, 341, 472  
 spørgsmålsret 136, 446, 458, 474  
 stakeholderorientering 91  
 statlige aktieselskaber 47, 112, 133,  
 458, 501, 504, 511, 516, 522, 523  
 stay on bonus 708  
 stemme fuldmagter 199  
 stemmelighed 347, 352, 354, 455  
 stemmeloft 230, 448, 476, 477, 480, 484,  
 485  
 stemmeret 72, 73, 111, 113, 121, 203,  
 220, 221, 222, 223, 224, 229, 261, 301,  
 356, 423, 438, 440, 446, 448, 449, 453,  
 462, 465, 477, 480, 483, 484, 486, 493,  
 495, 605, 606  
 stemmeret, ikke udøves for egne  
 kapitalandele 301  
 stemmeretsaftaler 199, 450  
 stiftelse af aktie- og anpartsselskaber 99  
 stiftelsesdokumentet 176, 177, 178, 184,  
 185, 199, 201, 208, 434  
 stiftersfordeler 178, 184  
 stillingsfuldmagt 372  
 storaktionær direktiv 39, 228  
 strafansvar for selskaber 593  
 stykkapitalandele 24  
 stærke indsigelser 236  
 støtteerklæringer 620  
 støtteopkøb 304  
 successivstiftelse 177  
 suppleanter 348, 392, 409, 411, 422  
 supplerende oplysninger 329, 527, 533  
 suspension af rettigheder vedrørende  
 aktier 300  
 svage indsigelser 236

## *Stikordregister*

- TDC 97, 323, 479, 481, 495, 628  
tegne egne kapitalandele 298  
tegningsgaranti 251  
tegningskursen 264, 423  
tegningslister 199  
tegningsoptioner 63, 246, 268, 424  
tegningsset 150, 186, 234, 236, 259, 261,  
363, 370, 371, 374, 422  
tegningsrettsbeviser 236, 237  
tegningsudskrift 374  
teknisk direktør 357  
Tele Danmark A/S 132, 134, 142  
tendersystem 233  
the Bubble Act 26  
the majority rule 471  
Theory of the Firm 66  
tilbagekøbsprogrammer 82, 289, 302,  
303, 305, 324  
tilbagetrædelseserklæring 286  
tilblivelsesmangler 97, 493, 494  
lbudsdokument 702, 703  
lbudsdokumenter skal fremsendes til og  
godkendes af Finanstilsynet 703  
budspligt 474, 486, 685, 697, 698,  
699, 700, 701  
pligtes at sælge sine kapitalandele til de  
øvrige kapitalejere eller selskabet 589  
yn med direktionen 52, 345, 354, 363,  
369, 565  
ynsråd 52, 111, 125, 311, 345, 346,  
348, 354, 359, 363, 374, 376, 407, 408,  
417, 418, 547, 554, 560, 632, 654  
nsrådets erstatningsansvar 554  
ne selskaber 274, 281, 282  
usordning 349  
gsakkord 166  
sbeder 100, 513, 592, 659  
rskreditor 582  
soplæsning 126, 169, 177, 282,  
3, 597, 638, 650, 651, 652, 664, 665,  
5, 667  
nde årsager 422
- : 23, 41, 53, 62, 63, 75, 81, 134,  
224, 234, 237, 256, 257, 261, 264,  
273, 278, 280, 291, 301, 308, 313,  
323, 324, 330, 331, 332, 333, 334,  
335, 336, 342, 378, 401, 424, 430, 442,  
478, 482, 483, 488, 490, 502, 509, 510,  
517, 536, 583, 615, 639, 660, 661, 664  
udbytte og konsolidering 330  
udenlandsk moderselskab 299, 314, 315,  
610, 611  
udenlandske datterselskaber 298, 316,  
599, 609, 610, 611  
udenlandske selskaber 33, 54, 147, 148,  
151, 164, 165, 168, 169, 170, 192, 298,  
314, 315, 608, 609, 610, 671, 694  
udlodning 195, 261, 276, 321, 333, 334,  
335, 424, 430, 478, 482, 483, 509, 536,  
640, 657, 659, 660, 661, 662, 663, 664,  
671  
udsultning 332, 482, 490  
udvalg (komitéer) 356  
udvanding 23, 261, 491  
uegentlig fusion 669  
uigenkadelige stemmefuldmagter 450  
uklarhed om medkontrahent 619, 623  
ulovlig udbetaling fra selskabet 336  
underhåndslkvitation 579, 638, 640,  
641  
underkapitalisering 570, 623  
underkursforbud 204, 266  
underskuds fremførsel 281, 645, 669  
underskudsselskab 640  
universalsuccession 297, 678, 681, 682,  
686  
uretmessig videregivelse af intern  
viden 389
- V
- valg af bestyrelse 47, 344, 377, 430, 434  
vederlag 89, 158, 182, 201, 236, 280,  
293, 294, 296, 299, 344, 346, 350, 393,  
398, 399, 488, 639, 669, 680, 689, 690,  
697  
vederlagspolitik 75, 116, 270, 364, 395,  
396, 426, 431  
vederlagsrapport 75, 269, 270, 396, 426,  
431  
vederlagsudvalg 356, 397  
vedtægter 22, 86, 98, 111, 121, 142, 144,  
162, 177, 185, 186, 193, 195, 221, 235,  
236, 238, 257, 259, 262, 276, 279, 331,

## Ø

Øbervejning 149, 153, 171

## Æ

ændringsforslag 452

## Ø

økonomidirektør 357

økonomisk 611

økonomisk bistand 306, 391

økonomisk bistand med et kapitalseksikat  
egne midler 306

økonomisk kriminalitet 103, 327, 528,  
531, 593, 596

økonomiske rettigheder 203, 222, 237,  
301

## Å

åbne handelsvindue 388

åbningsbalance 181, 182, 183, 512

årstrapporten 138, 167, 258, 301, 332,  
434, 500, 501, 502, 504, 505, 506, 507,  
508, 510, 514, 527, 528, 529, 533, 534,  
535, 593, 613, 616, 655, 673

warrants 65, 246, 247, 267, 269, 424

Wester-rapporten 41

wrongful trading 622, 624