

1 Indledning

1.1 Emne

Erhvervsvirksomheder har behov for likviditet til bl.a. at kunne aflønne medarbejdere, betale leverandører og udlejere samt skatter og afgifter til det offentlige. Endvidere har virksomhederne behov for løbende at foretage investeringer i nyt produktionsudstyr og opkøb af andre virksomheder med henblik på vækst.

De selskabsretlige krav til selskabskapitalens størrelse, jf. selskabslovens § 4, stk. 2, kan i et vist omfang ses som udtryk herfor. Minimumskapitalen vil dog ofte være ganske utilstrækkelig som finansieringskilde – ikke alene fordi selskabet ikke kan bruge hele selskabskapitalen (i det omfang kapitalen er indskudt kontant) til investeringer og dækning af udgifter uden at komme i »kapitaltab«¹, men navnlig fordi svar på spørgsmålet om, hvor meget kapital en virksomhed konkret har brug for, varierer fra virksomhed til virksomhed. Bestemmelsen i selskabslovens § 4, stk. 2, er i den forstand blot udtryk for, at der skal indskydes en vis kapital i et kapitalselskab til gengæld for kapitalejernes begrænsede hæftelse,² og at et aktieselskab ofte driver mere omfattende virksomhed end et anpartsselskab, hvorfor selskabskapitalen i et aktieselskab principielt bør være større end i et anpartsselskab. Kravene til selskabskapitalen er i øvrigt løbende blevet nedsat, senest ved lov nr. 675/2018, hvilket ikke skal ses som udtryk for, at det er blevet mindre risikabelt at drive erhvervsvirksomhed, men blot for, at man politisk har ønsket at lette adgangen til at stifte kapitalselskaber for at fremme erhvervsaktivitet.

Når et selskab er stiftet med en kapital, som opfylder mindstekravene, er det herefter op til ledelsen at sikre, at selskabet har et kapitalberedskab, der er forsvarligt i forhold til driften.³ Erhvervsvirksomheden vil da – hvis indtægterne overstiger udgifterne – generere et overskud, som

1. Jf. afsnit 3.6.

2. Jf. afsnit 2.3.

3. Jf. afsnit 3.2.

kan udloddes til kapitalejerne eller anvendes til nye investeringer, så virksomheden kan vokse sig større og dermed skabe vækst til gavn for samfundet i almindelighed og virksomhedens ejere og medarbejdere i særdeleshed.

Finansiering med et sådant løbende optjent overskud er en konservativ finansieringsform, som imidlertid har den betydelige fordel for selskabet og dets kapitalejere, at der ikke afgives kontrol over selskabet til tredjemand (medinvestorer eller banken), ligesom virksomheden ikke belastes med finansieringsomkostninger. Som finansieringskilde kan optjent overskud imidlertid kræve en vis tålmodighed, afhængig af virksomhedens rentabilitet, eftersom der skal tjenes en krone for hver krone, der skal bruges. Dette stiller store krav til selskabets likviditetsstyring, ikke mindst ved sæsonbetonet virksomhed. Optjent overskud kan derfor være en ufleksibel kilde til finansiering.

Selskaber vælger derfor ofte at finansiere sig på anden vis, enten som supplement eller alternativ til optjent overskud. Hvor finansieringen består i tilførsel af likviditet, kan dette ske på to principielt forskellige måder: egenfinansiering og fremmedfinansiering.

Emnet for denne fremstilling er de retsregler i henhold til hvilke danske kapitalselskaber kan fremskaffe finansiering. Emnet er i almindelighed relevant for de fleste erhvervsvirksomheder og deres investorer, og er tillige aktualiseret som følge af den seneste finansielle krise, der har skabt øget fokus på virksomhedernes adgang til finansiering. Både i erhvervslivet og fra politisk side har der således vist sig betydelig interesse for at lette adgangen til kapital for både små og store erhvervsvirksomheder med henblik på at skabe rammer for fortsat vækst selv i tilfælde, hvor bankerne er under pres.

1.2 Terminologi

Finansieringsret er ikke noget klassisk retsområde i dansk ret, og som begreb har finansieringsretten ikke hidtil haft noget særlig klart indhold. Finansiering betyder at fremskaffe likviditet med henblik på betaling af en udgift.⁴ Fremskaffelse af likviditet kan regnskabsmæssigt enten

4. Jf. nærmere om begrebets historiske rødder *Hudson: The Law of Finance* (2013), s. 6 f.

ske i form af tilførsel af egenkapital eller fremmedkapital. Finansiering ved tilførsel af egenkapital benævnes egenfinansiering, mens tilførsel af fremmedkapital benævnes fremmedfinansiering.

Hedegaard Kristensen definerer (erhvervs)finansieringsretten som »de juridiske aspekter af erhvervsvirksomheders kreditoptagelse hos professionelle kreditgivere som f.eks. pengeinstitutter og finansieringsselskaber«, mens »de problemer, som knytter sig til den del af virksomhedens regnskabsmæssige passiver, som udgøres af *egenkapitalen*« ifølge forfatteren ikke er en del af finansieringsretten (forfatterens fremhævnings).⁵ Definitionen er i vid udstrækning i overensstemmelse med afgrænsningerne i de få danske fremstillinger, der har en egentlig finansieringsretlig vinkel,⁶ idet *Lynge Andersen & Werlauff* dog vil anvende betegnelsen kreditret i stedet.⁷

Den hidtidige forståelse af begrebet finansieringsret er imidlertid ikke hensigtsmæssig. Også reglerne for erhvervsvirksomheders tilførsel af egenkapital bør af de nedennævnte grunde omfattes af begrebet og dermed behandles i finansieringsretten og ikke alene i selskabsretten.

For det første er begrebet finansieringsret et meget bredt begreb, som ikke ud fra en almindelig sproglig forståelse fordrer nogen sondring mellem finansiering med egenkapital og fremmedkapital. Det forekommer derfor sprogligt i bedste fald upræcist, i værste fald misvisende, ikke tillige at anskue egenfinansiering som en del af finansieringsretten.

For det andet opererer dansk ret allerede med begrebet kreditret, jf. ovenfor, og der ses ikke at være behov for at anvende finansieringsret og kreditret som synonyme begreber. Kreditretten bør i stedet anskues som en delmængde af finansieringsretten.

For det tredje er egenfinansiering for erhvervsvirksomheder en i praksis meget væsentlig finansieringsform, der som udgangspunkt er et alternativ til fremmedfinansiering ved valg af finansieringsform for

5. Jf. *Hedegaard Kristensen: Studier i erhvervsfinansieringsret* (2003), s. 1 og s. 379.

6. Jf. navnlig *Berning: Finansieringsret* (1977), *Lynge Andersen & Werlauff: Kreditretten* (2014), *Iversen: Finansieringsret* (1999) og *Hedegaard Kristensen: Studier i erhvervsfinansieringsret* (2003).

7. Jf. nærmere om begrebet kreditret i *Lynge Andersen, Gam & Juul: Introduktion til kreditretten* (2015), s. 13 ff.

det kapitalsøgende selskab.⁸ Begge finansieringsformer indgår da også i den økonomiske *corporate finance* teori, der beskæftiger sig med de økonomiske aspekter af, hvordan virksomheder finansierer sig. Den hidtidige forståelse af begrebet finansieringsret forekommer derfor også indholdsmæssigt at være noget teoretisk og ude af trit med den praktiske virkelighed.

For det fjerde tilsiger pædagogiske hensyn en ny og udvidet fortolkning af begrebet. En samlet behandling af egen- og fremmedfinansiering synliggør forskelle på og sammenhænge mellem forskellige finansieringsformer, som ellers kunne være vanskelige at få øje på, ligesom finansieringsformernes karakteristika fremstår klarere end ellers. Mens eksempelvis pligten for ledelsen i et kapitalselskab til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab sædvanligvis behandles i almindelige fremstillinger af selskabsretten, får pligten et mere konkret indhold i en finansieringsretlig fremstilling.⁹ For så vidt angår kapitalforhøjelser har de traditionelle selskabsretlige fremstillinger typisk fokus på de selskabsretlige hensyn, der knytter sig til selskabskapitalen, mens kapitalforhøjelsens kapitalrejsende funktion for selskabet ofte har spillet en mindre rolle.¹⁰ Endelig spiller forbuddet mod selvfinansiering formentlig en større rolle ved fremmedfinansiering end egenfinansiering, men har alligevel hidtil primært været behandlet inden for selskabsretten og ikke inden for kreditretten. Ved alene at behandle finansieringsret som udtryk for fremmedfinansiering fås derfor ikke et dækkende billede af de regler, som regulerer selskabers finansiering.

Endelig er der heller ikke i engelsk ret, der i mange henseender må anses for at være toneangivende inden for den internationale finansieringsret, støtte for den hidtidige danske anvendelse af begrebet finansieringsret. Det er således almindeligt antaget i engelsk ret, at begrebet *corporate finance law* dækker både egen- og fremmedfinansiering.¹¹

Finansieringsret bør derfor defineres som de *juridiske aspekter af erhvervsvirksomheders finansiering*, uanset om den tilførte kapital

8. Jf. kapitel 4.

9. Jf. afsnit 3.2.

10. Jf. kapitel 8.

11. Jf. bl.a. *Ferran & Ho*: Principles of Corporate Finance Law (2014), s. 4, og *Gullifer & Payne*: Corporate Finance Law (2015).

regnskabsmæssigt behandles som egenkapital eller fremmedkapital. Disse retsregler findes navnlig inden for mere traditionelle retsområder som selskabsret, kapitalmarkedsret og obligationsret. Set fra et finansieringsretligt perspektiv lider dansk retsvidenskab netop under, at der ikke findes en samlet juridisk analyse af de muligheder og begrænsninger, der gælder, når en virksomhed ønsker at optage finansiering. Omvendt er der som følge af et så bredt emne risiko for, at detaljeringsniveauet i en fremstilling som denne kompromitteres, i hvert fald på nogle punkter.

Imod den foreslåede definition kan anføres, at der ikke begrebsmæssigt er behov for at begrænse finansieringsretten til erhvervsvirksomheders finansiering, idet også forbrugere kan have finansieringsbehov. Da forbrugere imidlertid ikke har adgang til egenfinansiering behandles »forbrugerfinansiering« mere hensigtsmæssigt inden for kreditretten.

Finansieringsretten, ikke mindst den del, der vedrører fremmedfinansiering, er i høj grad internationalt drevet, og rummer derfor også mange engelske udtryk og begreber, som ikke nødvendigvis har danske oversættelser. Dette skyldes ikke mindst en tendens til stigende globalisering, hvor bl.a. selskaber søger finansiering på tværs af landegrænser, enten fordi de driver virksomhed i de pågældende lande eller fordi der er mulighed for attraktive finansieringsvilkår ved optagelse af finansiering fra et andet land. I den forbindelse har navnlig angelsaksiske principper for aftalekoncipering vundet betydelig udbredelse selv i aftaler, der er undergivet dansk ret. I denne fremstilling anvendes så vidt muligt de danske begreber, idet der ofte henvises til de tilsvarende engelske begreber, som anvendes i praksis. Der er dog ikke udfoldet nogen særlige bestræbelser på at opfinde danske udtryk i det omfang sådanne ikke allerede anvendes i praksis.

Fremstillingen bygger på den retsdogmatiske metode, og søger således at beskrive gældende ret.

1.3 Afgrænsning

Selv om fremstillingens emne er finansieringsret i bred forstand, behandles emnet ikke udtømmende. Formålet er at redegøre for den grundlæggende finansieringsret med fokus på en række klassiske finansieringsmuligheder med udgangspunkt i praktisk relevante problemstillinger.

Forhold, der allerede er velbeskrevne i litteraturen, er som udgangspunkt nedprioriteret, medmindre der er behov for at behandle forholdene af hensyn til fremstillingens systematik eller for at revurdere den traditionelle opfattelse.

Fremstillingen er først og fremmest begrænset til finansieringen af (danske) kapitalselskaber, dvs. aktie- og anpartsselskaber, med udgangspunkt i store og mellemstore virksomheder. Afgrænsningen til kapitalselskaber skyldes først og fremmest, at denne selskabsform er særdeles udbredt i praksis.¹² Ganske vist kan også virksomheder, der er organiseret på anden vis, i et vist omfang finansiere sig efter samme regler som kapitalselskaber, men det vil være for omfattende tillige at skulle redegøre for særregler.

Et konkret selskabs finansieringsbehov afhænger bl.a. af virksomhedens størrelse og den virksomhed, der udøves. Et flyselskab vil eksempelvis have helt andre behov og udfordringer end en produktionsvirksomhed, og både juridisk og i praksis er der forskel på, hvordan sådanne selskaber finansierer sig. Denne fremstilling fokuserer på grundlæggende karakteristika ved forskellige finansieringsformer. Penge- og realkreditinstitutter, hvis forretningsmodel består i at udlåne kapital til deres kunder, har imidlertid helt særlige finansieringsbehov, og der gælder i vidt omfang specialregler for sådanne finansielle virksomheder. Finansiering af penge- og realkreditinstitutter falder derfor uden for rammerne af denne fremstilling.

Af den ovenfor foreslåede definition af begrebet finansieringsret, hvorefter finansieringsretten vedrører erhvervsvirksomheders finansiering, følger modsætningsvis, at de regler, der gælder for forbrugeres finansiering – om optagelse af realkreditlån, kassekreditter, forbrugslån, familielån osv. – ikke behandles.

Et selskab kan for det første finansiere sig ved tilførsel af kapital i form af udstedelse af nye kapitalandele, modtagelse af tilskud eller optagelse af lån. En anden mulighed – som ikke nødvendigvis er et alternativ, men som meget vel kan være et supplement – består i optimering af likviditet, f.eks. ved leverandørkreditter (hvor selskabet køber f.eks. varer hos dets leverandører på kredit, eventuelt med ejendomsforbehold, og derved undgår at skulle skabe likviditet til finansiering af hele købesummen på

12. Jf. kapitel 2.

købstidspunktet), leasing (hvor selskabet i stedet for f.eks. at købe en maskine og erlægge købesummen på købstidspunktet leaser den mod betaling af en løbende leasingydelse) eller factoring (hvor et selskab, der selv yder kredit til dets kunder, foretager en systematisk belåning af selskabets udestående simple fordringer og derved opnår likviditeten før den enkelte fordrings forfaldstidspunkt).

Denne fremstilling er begrænset til at vedrøre kapitalfremskaffelse til selskaber, og tager i den forbindelse naturligt udgangspunkt i det finansieringssøgende selskabs perspektiv. Der tales derfor i fremstillingen om eksempelvis »udstedelse« fremfor »tegning« af kapitalandele og »optagelse« fremfor »ydelse« af lån. Medmindre andet fremgår af konteksten er henvisninger til »selskabet« til dette selskab, som også efter omstændigheder benævnes låntager eller udsteder.

Der kan ikke ganske ses bort fra investorernes retsstilling, som behandles i relevant omfang, herunder hvor investoren er et koncernforbundet selskab. Begrebet »investor« anvendes i fremstillingen som samlet betegnelse for kapitalejere og långivere, der kan siges at have investeret egenkapital henholdsvis fremmedkapital i selskabet.

Terminologisk sondres mellem det primære marked og det sekundære marked. Det primære marked er markedet for selve selskabets kapitalfremskaffelse (forholdet mellem selskabet og investorerne). Markedet for efterfølgende overdragelse af investeringen mellem investorer (forholdet mellem investorerne) betegnes det sekundære marked, og tilfører ikke selskabet kapital (bortset fra særlige tilfælde som salg af selskabets egne kapitalandele). Det sekundære marked kan dog have en afledt betydning for selskabets finansiering, fordi eksistensen af et likvidt sekundært marked typisk forbedrer de vilkår, som selskabet kan rejse finansiering på. Et likvidt sekundært marked gør det således muligt for investorerne helt eller delvist at overdrage investeringen til tredjemand, og derved realisere hidtidig fortjeneste eller tab og begrænse fremtidig eksponering.

Dette skal ses i lyset af, at en investor i mange tilfælde ikke har ret til på anfordring at kræve investeringen tilbagebetalt fra selskabet. Eksempelvis kan en kapitalejer i et selskab – bortset fra ved solvent likvidation af selskabet – kun realisere fortjeneste eller tab på kapitalandelene ved overdragelse af kapitalandelene til tredjemand,¹³ og en bank kan i

13. Jf. afsnit 4.2.2.2.

praksis kun kræve et banklån tilbagebetalt før det ordinære forfaldstidspunkt, hvis låntager har misligholdt aftalen eller der er adgang til at opsige aftalen.¹⁴ Denne fremstilling beskæftiger sig alene med de primære markeder. Overdragelse af kapitalandele og lån mellem investorer kun behandles sporadisk, hvor det har betydning for selskabets finansieringsmuligheder.¹⁵

Der er betydelig forskel på den skatteretlige behandling af egen- og fremmedfinansiering for såvel selskabet som investorerne. Skatteretlige aspekter falder dog uden for fremstillingens rammer.

Kapitalselskabers finansiering handler om langt mere og andet end blot jura. I praksis har juraen som regel kun sekundær betydning i form af en fastsættelse af de rammer, inden for hvilke der lovligt kan ageres. Hvor juraen f.eks. sætter rammerne for, til hvilken pris kapitalandelene i et selskab kan udbydes til,¹⁶ gives der ikke svar på, hvilken pris kapitalandelene i praksis *skal* udbydes til for at sikre en fuldtægt emission. Sidstnævnte er et kommercielt spørgsmål, som afhænger af, hvilken pris investorerne i markedet er villige til at betale. Tilsvarende findes der heller ikke noget juridisk svar på, om et selskab skal finansiere sig ved egen- eller fremmedfinansiering,¹⁷ når blot de juridiske krav til fremgangsmåden overholdes. Dette beror derimod på en forretningsmæssig vurdering af, hvad der under de givne markedsforhold anses for mest fordelagtigt for selskabet. Disse og lignende spørgsmål besvares normalt på grundlag af den økonomiske *corporate finance* teori, som vedrører teorier og modeller for selskabers investerings- og finansieringsbeslutninger. Emnet for denne fremstilling er alene finansieringens juridiske aspekter.

14. Jf. afsnit 12.1.3.

15. Jf. om det sekundære marked for kapitalandele bl.a. *Lego Andersen: Aktiehandelsaftaler* (2002) og om det sekundære marked for lån bl.a. *Mugasha: The Law of Multi-Bank Financing: Syndicated Loans and the Secondary Loan Market* (2007), s. 353 ff., *Gullifer & Payne: Corporate Finance Law* (2015), s. 423 ff. og *McKnight: The Law of International Finance* (2017), s. 691 ff.

16. Jf. afsnit 8.3.1.2.

17. Jf. kapitel 4.

1.4 Opbygning og systematik

Bogen består af tre dele; først en almindelig del og herefter to dele om henholdsvis egenfinansiering og fremmedfinansiering.

I første del (kapitel 2-6) gennemgås en række almindelige emner af betydning for den øvrige fremstilling. Således besvares i *kapitel 2* det indledningsvist relevante spørgsmål, hvorfor kapitalselskabsformen generelt betragtet er en egnet virksomhedsform til optagelse af finansiering.

Kapitel 3 behandler selskabsledelsens pligter i forbindelse med optagelse af finansiering. I kapitlet analyseres de selskabsretlige pligter til bl.a. at sikre, at selskabet har et forsvarligt kapitalberedskab og en betryggende formueforvaltning. Endvidere behandles ledelsens særlige pligter, hvor selskabet er kriseram, herunder reglen om kapitaltab.

I *kapitel 4* gives en overordnet introduktion til de to grundlæggende forskellige finansieringsformer egenfinansiering og fremmedfinansiering med henblik på at fremtrække nogle karakteristika. Endvidere beskrives kort nogle mellemformer.

Kapitel 5 behandler visse offentligretlige regler om udbud til offentligheden, herunder de krav, der i visse tilfælde gælder om udarbejdelse af prospekt. I kapitlet behandles også visse aktiviteter, der kan kræve tilladelse fra Finanstilsynet.

Fremstillingens almindelige del afsluttes i *kapitel 6* med en analyse af det selskabsretlige forbud mod selvfinansiering, som spiller ind i en række af de øvrige kapitler, og har stor betydning for, hvordan finansieringen konkret struktureres.

I anden del (kapitel 7-10) behandles egenfinansiering, som er kendetegnet ved, at selskabet tilføres egenkapital, og derfor i vid udstrækning er styret af de selskabsretlige regler. I *kapitel 7* behandles først nogle indledende emner herom, herunder sondringen mellem tilførsel af selskabskapital og anden egenkapital end selskabskapital.

I *kapitel 8* analyseres de selskabsretlige krav til udstedelse af nye kapitalandele, dvs. de selskabsretlige regler om kapitalforhøjelse.

Kapitel 9 omhandler en særlig mellemform af egen- og fremmedfinansiering i form af udstedelse af konvertible gældsbreve, som på tidspunktet for lånets optagelse er fremmedkapital, men som efterfølgende kan konverteres af långiver til selskabskapital (og dermed egenkapital).

Kapitel 10 beskriver modtagelse af tilskud som en særlig form for egenfinansiering. Tilskud har påkaldt sig begrænset interesse i den juridiske teori, men kan efter omstændighederne være et alternativ til en kapitalforhøjelse. Da den kapital, som tilføres selskabet ved et tilskud, er udtryk for anden egenkapital end selskabskapital, er tilskud ikke omfattet af den selskabsretlige regulering.

Fremstillingens tredje og sidste del (*kapitel 11-18*) behandler fremmedfinansiering, dvs. den form for finansiering, hvor et selskab tilføres fremmedkapital, f.eks. i form af et banklån eller udstedelse af erhvervsobligationer. *Kapitel 11* er en indledning til denne del om fremmedfinansiering, hvor bl.a. det juridiske lånebegreb nærmere afgrænses, og forskellige former for lån introduceres.

I *kapitel 12* behandles optagelse af banklån, som er en klassisk form for fremmedfinansiering og en af de i praksis vigtigste finansieringsformer for danske selskaber.

Kapitel 13 handler om udstedelse af erhvervsobligationer. Retligt har erhvervsobligationer betydelige lighedstræk med banklån, og kan for meget store erhvervsvirksomheder da også udgøre et alternativ til optagelse af banklån. I praksis har obligationslån imidlertid kun spillet en begrænset rolle for danske virksomheder.

I *kapitel 14* behandles optagelse af koncerninterne lån, som adskiller sig fra bank- og obligationslån ved, at långiveren er en med låntageren interesseforbundet part i form af et koncernselskab, hvilket på en række punkter påvirker lånevilkårene.

Efterstillede lån er en særlig kategori af lån, som belyses i *kapitel 15*. I princippet kan både bank-, obligations- og koncernlån være efterstillede, hvor dette måtte være aftalt, og det særlige ved kapitlet i forhold til de tre foregående er således, at det ikke er afgrænset i forhold til finansieringskilden, men derimod i forhold til et centralt lånevilkår.

Kapitel 16 vedrører visse forhold vedrørende kaution og pant for lån. Der findes allerede mange fremstillinger af kaution og pant i dansk ret, og kapitlet fokuserer derfor navnlig på udvalgte emner, som er relevante i praksis, men som alligevel ofte overses i den juridiske teori.

Endelig behandles i *kapitel 17* interkreditoraftaler og i *kapitel 18* legal opinions. Disse emner har stor betydning på tværs af fremmedfinansieringsformer.

Almindelig del

- 2 Finansiering i kapitalselskabsform 31
- 3 Ledelsens pligter 41
- 4 Valg af finansieringsform 69
- 5 Udbud til offentligheden 101
- 6 Selvfinansiering 115

2 Finansiering i kapitalselskabsform

2.1 Indledning

Formålet med dette kapitel er at lægge et fundament for fremstillingen ved at behandle de forhold, der ud fra et juridisk synspunkt gør kapitalselskabsformen særligt velegnet til kapitalfremskaffelse. For det første er selskabet en selvstændig juridisk person, for det andet gælder der begrænset hæftelse for kapitalejerne. Det betyder, at selskabet ikke hæfter for kapitalejernes forpligtelser, lige så lidt som kapitalejerne hæfter for selskabets forpligtelser.

Begge forhold kunne synes trivielle, da der er tale om grundlæggende selskabsretlige karakteristika, som formentlig ofte tages for givet. Når det alligevel skønnes hensigtsmæssigt at behandle disse to forhold nærmere i et indledende kapitel skyldes det, at forholdene har særlig relevans og betydning i en finansieringsretlig kontekst, og flere steder i den følgende fremstilling trækkes tråde tilbage til de her nævnte forhold.

Til illustration af fordelene ved finansiering i kapitalselskabsform var et af formålene med en nylig ændring af landbrugsloven, jf. lov nr. 43/2010, netop at styrke dansk landbrugs muligheder for at tiltrække kapital. Dette søges opnået ved en lempelse af det tidligere gældende krav om, at landbrugsejendomme skulle ejes personligt, således at landbrugsbedrifter fremover i højere grad har mulighed for at organisere sig i selskabsform eller erhverve landbrugsejendomme via et selskab, og dermed kan tiltrække kapital fra f.eks. private investorer, pensionskasser mv. Om baggrunden for lovændringen hedder det i pkt. 2.2 i de almindelige bemærkninger bl.a. følgende:

»Dansk landbrug har traditionelt været drevet i selveje, og selvejet har hidtil nydt en særlig beskyttelse i landbrugsloven. Denne beskyttelse indebærer meget snævre grænser for, hvilken personkreds der kan investere i landbrugsbedrifter [...].

Landbruget har som erhvervsgren dermed ikke adgang til anden egenkapital end ejerkredsens personlige opsparing, herunder den eventuelle friværdis i ejendommene, bortset fra kapital fra pensions- og livsforsikringsselskaber. Konsekvensen af selvejet er imidlertid samtidig, at det enkelte landbrug tømmes for kapital ved hvert generationsskifte, hvorfor den nye ejer, i det omfang denne ikke selv råder over tilstrækkelig kapital, er nødsaget til at finansiere købet gennem en belåning af ejendommen.

Henset til, at de store produktionsejendomme sælges til beløb mellem 30 og 100 mio. kr. indebærer dette, at de nyetablerede unge landmænd allerede fra starten belastes med meget betydelige renteudgifter. [...]

I en situation, hvor stigningen i ejendomspriserne synes at være standset, medfører dette dels, at en række igangværende landbrug vil have vanskeligt ved at rejse tilstrækkelig investeringskapital til de løbende reinvesteringer i produktionsapparatet, herunder også investeringer i forbedret miljøteknologi, dels at de kommende generationskifter vil blive overordentligt svære at finansiere. [...]

Det er derfor afgørende, at der i den nuværende økonomiske situation sker en udvidelse af adgangen til, at ikke-landmænd kan investere midler i landbrug, således at landbrugssektoren får mulighed for at få tilført langsigtet kapital fra andre finansieringskilder end den traditionelle lånefinansiering.«¹

I mange tilfælde regulerer lovgivningen aktie- og anpartsselskaber ens. Udover de forskelle, som følger af selskabsloven, er der ikke nødvendigvis store forskelle mellem aktie- og anpartsselskaber fra et praktisk perspektiv. Ofte fremhæves aktieselskaber som store selskaber med mange, passive ejere, mens anpartsselskaber er karakteriserede ved at være mindre selskaber med få ejere, som til gengæld deltager aktivt i selskabets ledelse og drift. Det behøver dog langt fra altid at forholde sig sådan. Selskabsretligt er der f.eks. intet til hinder for at stifte et aktieselskab med blot en enkelt eller få ejere, som aktivt deltager i selskabets drift. Når det alligevel ofte forholder sig som ovenfor nævnt, hænger det sammen med, at reglerne i et vist omfang er designet med disse type-tilfælde for øje. De mere fleksible regler for anpartsselskaber vil derfor normalt tiltale mindre virksomheder, mens større virksomheder vælger aktieselskabsformen, bl.a. på grund af de udvidede finansieringsmuligheder og den prestige, der er knyttet til denne selskabsform.

I finansieringsretligt perspektiv er den vigtigste forskel på aktie- og anpartsselskaber, at et anpartsselskab ikke må udbyde sine anparter til offentligheden, jf. selskabslovens § 1, stk. 3.² Forbuddet er begrundet i, at anpartsselskaber ifølge lovgivers udgangspunkt er selskaber med en lukket og kendt ejerkreds. Forbuddet fører til en væsentlig begrænsning i anpartsselskabers finansieringsmuligheder, eftersom anpartsselskaber ikke kan tiltrække kapital ved at udbyde anparter til »offentligheden«. Selskabslovens § 1, stk. 3, er ikke til hinder for, at et anpartsselskab udby-

1. Jf. pkt. 2.2 i de almindelige bemærkninger til lovforslaget.

2. Jf. afsnit 5.1.

der obligationer til offentligheden. I praksis er det dog alene store selskaber, som udsteder obligationer, og disse er så godt som altid organiseret som aktieselskaber. En vigtig følge heraf er også, at et anpartsselskab ikke kan lade sine anparter optage til handel på et reguleret marked. Fordelene herved er med andre ord ikke umiddelbart tilgængelige for anpartsselskaber, der således må lade sig omdanne til et aktieselskab i henhold til selskabslovens bestemmelser herom for at få adgang til kapital fra disse kilder.

2.2 Kapitalselskabet er en selvstændig juridisk person

Når et kapitalselskab er registreret, er selskabet en selvstændig juridisk person. Det betyder, at selskabet selv kan erhverve rettigheder, indgå forpligtelser eller være part i retssager (bortset fra søgsmål til indkrævning af tegnet selskabskapital og andre søgsmål vedrørende tegningen), jf. selskabslovens § 41, stk. 1, modsætningsvis. Selskabets aktiver er herved definitivt adskilt fra kapitalejernes aktiver. Ejendomsretten til selskabets aktiver tilkommer dermed selskabet, ikke kapitalejerne, og aktiverne kan dermed anvendes til at fyldestgøre selskabets kreditorer. Kapitalejerne har ikke ejendomsret over den andel af selskabets aktiver, som deres forholdsmæssige ejerandel svarer til, og selskabets aktiver kan derfor ikke anvendes til fyldestgørelse af kapitalejernes kreditorer. Kapitalejerne har i stedet ejendomsret over deres respektive kapitalandele, som kapitalejernes kreditorer kan søge sig fyldestgjort i – kapitalandelene er et aktiv for kapitalejeren, ikke for selskabet. Denne ejendomsret medfører en række forvaltningsmæssige og økonomiske rettigheder for kapitalejerne,³ som er fastlagt i selskabsloven, selskabets vedtægter og en eventuel ejerftale,⁴ og indebærer bl.a., at kapitalejerne som udgangspunkt har ret til andel i kapitalselskabets overskud i forhold til deres ejerandel, jf. selskabslovens § 1, stk. 2, 2. pkt. Overskudsdelingen må dog ske i overensstemmelse med lovens regler om kapitalafgang, jf. § 179 ff., og der er derfor heller ikke tale om, at kapitalejerne har direkte (ejendoms)ret til en forholdsmæssig andel af selskabets overskud.

3. Jf. afsnit 8.1.

4. Jf. afsnit 7.4.

Selskabets aktiver er dermed afskærmet fra kapitalejernes kreditorer, og kapitalejernes aktiver er afskærmet fra selskabets kreditorer – allerede fordi der i juridisk forstand er tale om aktiver, som tilhører forskellige fysiske/juridiske personer. Dette gælder, uanset om selskabet har en eller flere kapitalejere. Investorer i et kapitalsekskab behøver dermed ikke at foretage en kreditvurdering af de øvrige kapitalejere i forbindelse med overvejelser omkring at yde selskabet egen- eller fremmedfinansiering. Det afgørende for selskabets udvikling, herunder mulighed for tilbagebetaling af investeringen, er alene selskabets forhold, mens kapitalejernes eventuelle økonomiske problemer i princippet er selskabet (og selskabets kreditorer) uvedkommende – når bortses fra, at kapitalejerne ofte kan være en god finansieringskilde, herunder i forbindelse med rekonstruktion af en nødlidende virksomhed.⁵

En yderligere følge af, at selskabet er en selvstændig juridisk person er, at selskabets finansiering er optaget af kapitalsekskabet, hvorfor finansieringen ved overdragelse af kapitalandelene i selskabet »følger med« til den nye kapitalejer. Har selskabet f.eks. optaget et banklån vil lånet, i hvert fald som teoretisk udgangspunkt, ikke blive påvirket af, at kapitalandelene overdrages, fordi den juridiske person som er part i låneaftalen forbliver uændret. I praksis vil navnlig banker og obligatiønsere dog ofte betinge sig, at kapitalandelene ikke overdrages uden bankens samtykke i form af en såkaldt *change of control*-klausul,⁶ ligesom kapitalejeren kan have kautioneret eller stillet pant til sikkerhed for opfyldelse af selskabets forpligtelser i hvilket tilfælde kapitalejeren vil sikre sig at blive frigjort fra disse forpligtelser ved overdragelsen.

2.3 Kapitalejernes hæftelse er begrænset til indskuddet

Det er kendetegnende for kapitalsekskaber, at kapitalejerne ikke hæfter personligt for selskabets forpligtelser, men alene med deres indskud i selskabet, jf. selskabslovens § 1, stk. 2, og definitionerne i § 5, nr. 1-2. Dette følger for så vidt allerede af det forhold, at selskabet er en selvstændig juridisk person forskellig fra kapitalejerne, og bestemmelsen har derfor i vid udstrækning pædagogisk karakter.

5. Jf. afsnit 4.1.1.1.

6. Jf. afsnit 12.5.1 og afsnit 13.2.1.1.