

## 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 ændring af landbrugsloven, jf. lov nr. 43/2010, netop at styrke dansk landbrugs muligheder for at tiltrække kapital. Dette søgtes opnået ved en lempelse af det tidligere gældende krav om, at landbrugsejendomme skulle ejes personligt, således at landbrugsbedrifter i højere grad har mulighed for at organisere sig i selskabsform eller erhverve landbrugsejendomme via et selskab, og dermed 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.«<sup>1</sup>

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.<sup>2</sup> 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 i CVR, 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 selskabet, ikke kapitalejerne, og aktiverne kan 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,<sup>3</sup> som er fastlagt i selskabsloven, selskabets vedtægter og en eventuel ejerftale,<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup>

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,<sup>6</sup> 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.

Kapitalejernes begrænsede hæftelse har to aspekter. For det første hæfter kapitalejerne ikke personligt for selskabets forpligtelser, hvilket gør det muligt at isolere økonomiske risici i selskabet. For det andet er kapitalejerne ikke selskabsretligt forpligtet til at tilføre selskabet yderligere kapital, når deres kapitalandele er fuldt indbetalt.

### 2.3.1 Ingen personlig hæftelse for selskabets forpligtelser

Da kapitalejerne ikke hæfter personligt for selskabets forpligtelser, kan selskabets kreditorer som udgangspunkt ikke søge sig fyldestgjort for deres krav mod selskabet i kapitalejernes aktiver, hvis selskabet ikke selv kan opfylde kravet. Kapitalejerne er dermed beskyttede mod selskabets kreditorer og behøver derfor ikke foretage nærmere undersøgelser af selskabets økonomiske forhold (om end kapitalejerne i praksis vil foretage sådanne undersøgelser med henblik på at vurdere, om investeringen skal gennemføres). Det betyder, at en kapitalejer kan investere i et selskab uden at risikere at tabe mere end investeringen. Denne mulighed for at isolere risici i selskabet indebærer, at investor motiveres til, i håbet om gevinst, at tage chancer, som investoren ellers ikke havde taget på grund af frygt for, at investeringen slår fejl. Kapitalejernes tabsrisiko er derfor begrænset, hvorimod muligheden for gevinst i princippet er ubegrænset.<sup>7</sup> Dette indebærer dog også, at investorerne ikke nødvendigvis har samme motivation til at sikre selskabets overlevelse, som hvis de hæftede personligt.

Kapitalselskaber kan på grund af den begrænsede hæftelse tiltrække kapital fra investorer, som ikke følger selskabets drift tæt. Eksempelvis kunne det vise sig vanskeligt for selskaber med mange kapitalejere, herunder ikke mindst offentligt handlede selskaber, som typisk har en meget stor spredning blandt aktionærerne og mange passive aktionærer, at rejse kapital fra offentligheden, såfremt hver enkelt kapitalejer hæftede personligt for selskabets gæld.

Den begrænsede hæftelse opretholdes på bekostning af selskabets kreditorer, som pr. definition ville være stillet bedre med muligheden for at søge ubetalte krav mod selskabet betalt hos kapitalejerne. Da kapital-selskabet ifølge selskabslovens § 2, stk. 1, er forpligtet til at anvende

---

7. Jf. afsnit 4.2.2.2.

betegnelserne aktieselskab/anpartsselskab eller forkortelserne A/s henholdsvis ApS, vil selskabets kreditorer være bekendt med den begrænsede hæftelse, der er knyttet til selskabsformen. Kommende kreditorer i selskabet har derfor mulighed for at foretage en risikoafvejning og på den baggrund fastsætte prisen på deres ydelser derefter, såfremt de ønsker at indgå aftaler med selskabet. Långivere kan f.eks. vælge, om de vil yde lån til selskabet, selv om tilbagebetalingskravet i mangel af anden aftale ikke kan rettes mod kapitalejerne, hvis selskabet ikke er i stand til at opfylde kravet.

Professionelle långivere har stor erfaring med denne kreditvurdering og har mulighed for at justere lånevilkårene derefter, f.eks. ved at kræve en rente, som modsvarer den forøgede risiko.<sup>8</sup> Det forekommer, at den begrænsede hæftelse er uacceptabel i den forstand, at selskabet alene ikke kan kreditgodkendes, f.eks. fordi det lån, som selskabet ønsker at optage, efter selskabets forhold er for stort til, at långiveren er komfortabel med, at selskabet vil kunne tilbagebetale dette. Efter omstændighederne vil långivere derfor anmode selskabets kapitalejer(e) om at kautionere eller stille sikkerhed for selskabets forpligtelser. Sådant kaution og sikkerhedsstilling har i praksis særlig betydning ved koncernfinansieringer.<sup>9</sup> Den begrænsede hæftelse for kapitalejerne gælder også i koncernforhold. Et moderselskab kan derfor udsondre visse dele af virksomheden i hel-ejede datterselskaber, typisk afgrænsede grene af virksomheden eller særlig risikobetonet virksomhed – i sidstnævnte tilfælde med henblik på at isolere det med virksomheden forbundne ansvar i datterselskabet. Denne koncerndannelse kan på den ene side ses som en ulempe for kreditorerne, men kan også ses som en fordel, idet det enkelte datterselskabs kreditorer ofte vil have bedre forudsætninger for at forholde sig til netop den virksomhed, som datterselskabet udøver uden at bekymre sig om risikobetonet virksomhed i andre koncernselskaber. En långiver, der skal finansiere datterselskabets drift, kan derfor nøjes med at foretage en kreditvurdering af datterselskabet, hvilket begrænser långivers *monitoring costs* og dermed, i hvert fald i teorien, giver datterselskabet adgang til billigere finansiering.

---

8. Jf. afsnit 11.4.1.

9. Jf. afsnit 16.3.

### 2.3.2 Ingen forpligtelse til yderligere kapitaltilførsel

Når kapitalejeren har indbetalt sine kapitalandele fuldt ud, jf. selskabslovens §§ 33 og 34,<sup>10</sup> er kapitalejeren ikke selskabsretligt forpligtet til at tilføre selskabet yderligere kapital, hverken over for selskabet, selskabets kreditorer eller eventuelle øvrige kapitalejere. Dette er en direkte konsekvens af den begrænsede hæftelse, og fremgår til dels også af selskabslovens § 107, stk. 1, hvorefter beslutning om vedtægtsændring, hvorved kapitalejernes forpligtelser over for selskabet forøges, kun er gyldig, hvis samtlige kapitalejere er enige herom.

Den begrænsede hæftelse betyder, at investorer kan tage forretningsmæssige risici via et selskab uden at skulle frygte negative økonomiske konsekvenser, hvis investeringen slår fejl, bortset fra tab af det beløb, som oprindeligt blev investeret i selskabet.

For selskabet betyder dette omvendt, at selskabet efter stiftelsen er afhængig af selv at kunne skaffe den fornødne finansiering til driften. Ledelsen er således underlagt en forpligtelse til at sørge for, at selskabet til enhver tid har et forsvarligt kapitalberedskab, hvilket bl.a. indebærer, at selskabet skal have tilstrækkelig kapital til rådighed til at kunne opfylde sine forpligtelser, efterhånden som de forfalder, jf. selskabslovens § 115, nr. 5, § 116, nr. 5, og § 118, stk. 2.<sup>11</sup> Denne pligt påhviler imidlertid alene ledelsen og ikke kapitalejerne, og medfører ikke i sig selv nogen forpligte hverken for ledelsen eller kapitalejerne til at indskyde yderligere kapital, selv hvor kapital-selskabet ikke længere er forsvarligt. Ledelsen kan naturligvis forhandle med kapitalejerne om tilvejebringelse af yderligere finansiering til selskabet, og i praksis vil denne ejerfinansiering ofte være en god finansieringskilde for selskabet.<sup>12</sup>

Derimod kan ledelsen efter omstændighederne blive nødt til at træde tilbage eller tage skridt til selskabets opløsning, hvis kapitalberedskabet ikke længere er forsvarligt og det ikke er muligt at retablere kapitalberedskabet. Endvidere kan ledelsen pådrage sig erstatningsansvar over for selskabets kreditorer, hvis disse lider tab som følge af, at ledelsen

---

10. Jf. afsnit 8.5.5.

11. Jf. afsnit 3.2.

12. Jf. afsnit 4.1.1.1.

har fortsat driften, selv om det måtte anses for udelukket, at selskabet kunne overleve.<sup>13</sup>

Kapitalejerne kan dog på andet grundlag have forpligtet sig til at tilføre selskabet yderligere kapital, f.eks. ved en ejer- eller investeringsaftale, hvor kapitalejerne internt har aftalt, hvordan der skal ageres, hvis selskabet får behov for tilførsel af yderligere egenkapital, og hvor de forpligter hinanden til enten at foretage tilskud eller tegne nye kapitalandele i forhold til deres ejerandel.<sup>14</sup> En sådan aftale vil selskabet eller dets kreditorer dog ikke kunne støtte ret på, da den i overensstemmelse med selskabslovens § 82 alene er bindende mellem parterne. De øvrige kapitalejere vil kunne gøre misligholdelsesbeføjelser gældende over for den kapitalejer, der misligholder en forpligtelse til at tilføre selskabet yderligere aftalt kapital.

En kapitalejer kan også have forpligtet sig over for tredjemand til at indskyde kapital i selskabet i form af en retligt bindende støtteerklæring,<sup>15</sup> hvor kapitalejeren f.eks. overfor selskabets bankforbindelse – som det var tilfældet i dommen refereret i U 1994.470 H (Thyholm Tømmerhandel) – erklærer, »at vi om fornødent vil tilføre selskabet tilstrækkelige likvide midler til, at det til enhver tid er i stand til at opfylde sine forpligtelser overfor banken«. Selskabet kan dog ikke selv støtte noget retskrav mod kapitalejeren på en sådan erklæring – det kan kun den tredjemand, som erklæringen afgives overfor.<sup>16</sup>

Et beslægtet tilfælde foreligger, hvor en kapitalejer over for tredjemand, f.eks. en bank, kautionerer for selskabets forpligtelser.<sup>17</sup> Her er imidlertid ikke tale om en forpligtelse for kapitalejeren til at tilføre selskabet yderligere kapital, men om en aftalt hæftelse direkte over for en bestemt tredjemand.

Endelig har det med inspiration fra angelsaksisk ret været overvejet i den juridiske teori, hvorvidt der kan ske hæftelsesgennembrud til mo-

---

13. Jf. afsnit 3.8.

14. Jf. afsnit 7.4.

15. Jf. afsnit 16.1.

16. Jf. *Iversen: Støtteerklæringer* (1994), s. 129 f. med henvisning til bl.a. utrykt ØLD af 1. maj 1987 (14. afd., 193/1986).

17. Jf. kapitel 16.



derselskabet for underkapitalisering af datterselskabet.<sup>18</sup> Spørgsmålet er herved, om en kapitalejer på ulovbestemt grundlag – til trods for den klare ordlyd i selskabslovens § 1, stk. 2 – kan komme til at hæfte personligt for kapitalselskabets gæld uden for tilfælde, hvor kapitalejeren har påtaget sig dette ved aftale eller har pådraget sig et selvstændigt ansvar. *Werlauff* har bl.a. argumenteret for, at dette kan ske, hvis selskabet fortsætter sin drift efter at være kommet i en situation, hvor uafhængige långivere ikke uden sikkerhedsstillelse eller kaution fra selskabsdeltagere eller andre ville have givet selskabet kredit på markedsmæssige vilkår.<sup>19</sup> Dansk retspraksis har dog – med rette – ikke statueret hæftelsesgennembrud. Moderniseringsudvalget overvejede ganske vist i forbindelse med arbejdet med selskabsloven om der burde hjemles domstolene en udtrykkelig adgang til skønsmæssigt at tilsidesætte kapitalejernes begrænsede hæftelse. Udvalget mente dog, at kapitalejernes behov for klarhed og forudberegnelighed vejede tungere end den kreditorbeskyttelse, der kunne ligge i at tilsidesætte hæftelsesreglerne.<sup>20</sup>

Problemstillingen om hæftelsesgennembrud falder uden for fremstillingens rammer, idet det blot bemærkes, at muligheden for kredit fra en uafhængig tredjemand uden sikkerhedsstillelse eller kaution ikke synes at være et egnet kriterium til konstatering af, om det er forsvarligt for et selskab at fortsætte driften. Dette kriterium bygger nemlig på en forudsætning om, at det alene er låntagers forhold, der er afgørende for, om en långiver vil stille krav om kaution eller sikkerhedsstillelse; i praksis kan bankens risikovillighed og herskende markedsforhold imidlertid også spille en rolle. Endvidere er mange selskaber, ikke mindst selskaber, der er ejet af kapitalfonde, i dag så højt gearede,<sup>21</sup> at de i praksis ikke vil kunne optage yderligere lån uden kaution og/eller sikkerhedsstillelse, hvilket *de lege ferenda* ikke bør kunne føre til, at kapitalejerne kommer til at hæfte for selskabets forpligtelser. Hele *private equity*-konstruktionen hviler eksempelvis i vidt omfang på en forudsætning om begrænset hæftelse.

---

18. Jf. navnlig *Krüger Andersen: Studier i dansk koncernret* (1997), s. 620 ff., særligt s. 639 ff., og *Werlauff: Selskabsmasken* (1991), s. 73 ff. og s. 346.

19. Jf. *Werlauff: Selskabsmasken* (1991), s. 518 f.

20. Jf. bl.a. betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, s. 44 ff.

21. Jf. afsnit 4.1.2.