

# Kapitalnedsættelse ved annullation af egne kapitalandele

*Christoffer Galbo, advokat (L), MBA, Copenhagen Law Advokatfirma*

**The paper examines the treatment under the Danish Companies' Act of a cancellation of treasury shares repurchased by the company for free reserves. The Act, unlike the Second Company Law Directive and its successor directive, does not distinguish between capital reductions directed against external shareholders and cancellation of treasury shares. As a consequence, administrative practice treats a cancellation of treasury shares as a capital decrease with payout to shareholders. The funds have, however, already left the company and the transactions are therefore different. Indeed, a cancellation of treasury shares presents less of a threat to creditors, and the creditor protective measures required pursuant to the Danish Companies' Act also in these cases thus seem excessive. It is recommended that the model devised by the Second Company Law Directive is implemented in Danish law as it is more business friendly and provides adequate protection of creditors. Meanwhile, administrative practice should be changed to refer to a different legal basis in order to reflect the financial reality.**

## 1. Indledning

Selskabsloven<sup>1</sup> (»SL«) bygger på principper om selskabskapitalens tilstedeværelse og be-

skyttelse og på en sondring mellem bundne og frie reserver.

Selskabsloven regulerer i overensstemmelse hermed i kapitel 11 kapitalafgang til kapitalejerne. Der kræves i forbindelse med kapitalnedsættelser til udbetaling til kapitalejerne eller henlæggelse til en særlig reserve offentliggørelse af opfordring til kreditorer om inden 4 uger at anmelde deres krav til selskabet, medmindre kapitalen samtidig forhøjes med mindst samme beløb. Kapitalnedsættelsen kan ikke gennemføres, før 4-ugersperioden er udløbet.

Reglerne om egne kapitalandele findes i SL kapitel 12. Et selskabs adgang til at købe egne kapitalandele udgør réelt en undtagelse fra reglerne om kapitalafgang i kapitel 11. Adgangen til at købe egne kapitalandele indeholder til gengæld sine egne mekanismer til sikring af selskabets kreditorer.

I artiklen undersøges på den baggrund, hvorledes reglerne om kapitalafgang skal forstås, når et selskab har erhvervet egne kapitalandele og betalt købesummen og derefter beslutter at nedsætte kapitalen ved annullation af de egne kapitalandele. Det vurderes i denne forbindelse navnlig, om der skal offentliggøres opfordring til kreditorer om kapitalnedsættelsen, og om kreditorer kan kræve sikkerhedsstillelse. Det vurderes videre, om retsstillingen er hensigtsmæssig.

## 2. Grundlæggende principper for kapitalen

Hæftelsen i kapital-selskaber er ved lov begrænset således, at ejernes hæftelse er begrænset til den indskudte kapital, jf. SL § 1, stk. 2,

1. Lovbekendtgørelse nr. 1451 af 9. november 2022 om aktie- og anpartsselskaber.

hvorfor kreditorer må forlade sig på selskabets formue.<sup>2</sup> Kreditorerne har en fortrinsret til selskabets aktiver, mens en eventuel merværdi, egenkapitalen, tilkommer kapitalejerne.

Selskabskapitalen er den registrerede kapital, og reguleringen kan siges at bygge på den antagelse, at kreditorer som udgangspunkt må kunne lægge til grund, at i hvert fald denne kapital er til stede. Den registrerede kapital og selskabets årsrapporter, hvoraf kapitaliseringen fremgår, er endvidere offentligt tilgængelige i Erhvervsstyrelsens register. Selskabsloven indeholder på den baggrund en række regler til sikring og beskyttelse af selskabskapitalen.

Reglerne kan opdeles i *ex ante*- og *ex post*-regulering. Førstnævnte søger at regulere, så et givet problem ikke opstår. Sidstnævnte regulerer situationen, hvor problemet er opstået.<sup>3</sup>

Der er for det første regler om mindstekapital, jf. SL § 4, stk. 2. Der er videre regler om tegning og indbetaling af selskabskapital, jf. SL §§ 30-38, herunder om krav om vurderingsberetning ved indskud af selskabskapital i andre værdier end kontanter. Reglerne gælder både ved stiftelse af selskaber og ved kapitalforhøjelser.

Reglerne om kapitalafgang til kapitalejere findes i kapitel 11. Kapitalafgang må alene forekomme i særligt regulerede tilfælde ved udbetaling af udbytte, udlodning i forbindelse med kapitalnedsættelse eller opløsning af selskabet. Reglerne er indrettet således, at kreditorernes interesser varetages på varierende vis i de enkelte situationer. Selskabets ledelse er i sådanne situationer og i det hele taget ansvarlig for, at selskabets kapitalberedskab er forsvarligt.

Selskabsloven indeholder tillige en række øvrige regler, der sigter mod på anden vis at

beskytte kapital og kreditorer. Det gælder det generelle forbud mod selvfinansiering og undtagelserne hertil, jf. SL kapitel 13, reglerne om kapitalnedsættelse i kapitel 14, om fusion og spaltning i kapitel 15 og 16 og om omdannelse i kapitel 17.

SL § 119 indeholder en reaktionspligt for ledelsen, hvis selskabets egenkapital udgør mindre end halvdelen af den tegnede (registrerede) kapital.

Reglerne om ansvar for ledelse m.fl. over for selskabet i kapitel 22 yder tillige indirekte beskyttelse af kapital og kreditorer.

Beskyttelsen af kapitalen og hensynet til kreditorerne må endelig antages at indgå som et centralt kriterium ved vurderingen af, om en given disposition vil være i overensstemmelse med generalklausulerne i SL §§ 108 og 127, stk. 1.<sup>4</sup>

Selskabslovens antagelse, om at selskabskapitalen er til stede, og at kreditorerne beskyttes herved, er dog i praksis i meget vidt omfang en illusion. Selskabskapital deponeres jo ikke på en spærret konto, men anvendes i driften med overskud eller tab til følge,<sup>5</sup> og selskabsloven indeholder ikke, som lov om finansiel virksomhed,<sup>6</sup> regler, der i detaljer stiller krav til solvens og likviditet med henblik på at sikre visse kreditorer. Realiteten er derfor snarere, at reglerne giver en sikkerhed for, at selskabskapitalen *har været* til stede, hvorfor den registrerede kapital er et udgangspunkt for selskabets kapitalisering. Reglen om kapitaltab i SL § 119 indeholder en pligt for ledelsen til at indkalde til generalforsamling inden for 6 måneder, når egenkapitalen er mindre end halvdelen af den tegnede

2. Der er selvsagt ikke noget til hinder for, at lovens udgangspunkt konkret fraviges fx ved, at en hovedaktionær stiller sikkerhed for selskabets forpligtelser, men dette kræver en aftale herom.
3. Se Lau Hansen i Neville og Ensigt Sørensen (red.), Den Nye Selskabslov, side 251 ff.

4. Se Bunch og Schans Christensen, Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler, UfR 2011B, side 1(3).
5. Se Lau Hansen i Neville og Ensigt Sørensen, Den Nye Selskabslov, side 256 ff.
6. Se lovbekendtgørelse nr. 406 af 29. marts 2022 om finansiel virksomhed, navnlig kapitel 10 om solvens.

Christoffer Galbo

kapital, og dér redegøre for kapital-selskabets økonomiske stilling, og – om fornødent – stille forslag om foranstaltninger, der bør træffes. Reglen accentuerer ledelsens pligt til at sikre en forsvarlig kapitalisering, jf. SL §§ 115, nr. 5, 116, nr. 5, og 118, stk. 2, men der er altså ikke pligt til at retablere kapitalen. Præmissen for lovens fokus på den registrerede kapital er formentlig, at reglerne, alt andet lige, gør, at kreditorerne er bedre beskyttet, end hvis de ikke havde været der. Reglerne kan dog på den anden side i visse tilfælde bibringe kreditorer en falsk tryghed.<sup>7</sup>

Det er en konsekvens af selskabslovens fokus på den registrerede kapital, at den del af egenkapitalen, der overstiger denne og eventuelle andre bundne reserver, udgør frie reserver. Kreditorer kan ikke regne med, at disse forbliver i selskabet, og kapitalejerne kan frit udlodde dem, jf. SL § 180, stk. 2, idet ledelsen dog er ansvarlig for, at selskabet også efterfølgende er ansvarligt kapitaliseret, jf. SL §§ 179, stk. 2, 115, nr. 5, 116, nr. 6, og 118, stk. 2. Lovens systematik indebærer, at en kreditor må sikre sig aftalemæssigt, såfremt vedkommende ønsker sikkerhed for sin fordring ud over den – teoretiske – sikkerhed, som selskabskapitalen og eventuelle øvrige bundne reserver giver.

### 3. Egne kapitalandele

Selskabsloven skelner mellem tilfælde, hvor selskabet erhverver egne kapitalandele efter bemyndigelse fra generalforsamlingen, jf. SL § 198, og tilfælde, hvor erhvervelsen kan siges at være nødvendig, jf. SL §§ 199 og 200, og hvor en bemyndigelse ikke er påkrævet.

Det følger af SL § 198, stk. 1, at et selskab alene må erhverve kapitalandele mod vederlag, hvis generalforsamlingen har bemyndiget det centrale ledelsesorgan dertil, jf. dog § 199. Bemyndigelsen kan gives for 5 år ad gangen, jf. stk. 2, og skal angive 1) den største værdi,

som de egne kapitalandele må have, og 2) det mindste og højeste beløb, som selskabet må yde som vederlag.

Et selskab kan ifølge SL § 196 kun erhverve egne kapitalandele, der er fuldt indbetalte.

Selskabets centrale ledelsesorgan kan efter Selskabslovens § 199 lade selskabet erhverve egne kapitalandele uden bemyndigelse fra generalforsamlingen, hvis det er nødvendigt for at undgå betydelig og truende skade for selskabet, idet bestyrelsen så efterfølgende skal indkalde generalforsamlingen. Indholdet af denne sjældent anvendte bestemmelse belyses ikke nærmere i denne artikel.

Det er i SL § 200 fastsat, at »[u]anset §§ 196-198 kan et kapital-selskab direkte eller indirekte erhverve egne kapitalandele 1) som led i nedsættelse af selskabskapitalen efter kapitel 11, 2) som led i overgang af formuegoder ved fusion, spaltning og anden universalsuccession, 3) til opfyldelse af en lovbestemt indløsningspligt, som påhviler selskabet, eller 4) ved køb af fuldt indbetalte kapitalandele på tvangsauktion til fyldestgørelse af en fordring, der tilkommer selskabet.«

Bestemmelsens nr. 2-4 belyses ikke nærmere i denne artikel. Nr. 1 giver imidlertid selskabet mulighed for at udbetale bunden selskabskapital som vederlag for egne kapitalandele i forbindelse med en kapitalnedsættelse, idet bestemmelsen jo indeholder en undtagelse fra blandt andet § 197, stk. 1. Nr. 1 er relevant for den i nærværende artikel drøftede problemstilling, jf. pkt. 4.3 nedenfor.

Hvis et kapital-selskab erhverver egne kapitalandele mod vederlag, og dette ikke sker på baggrund af en beslutning om kapitalnedsættelse, jf. SL § 200, nr. 1, eller i medfør af SL § 200, nr. 2-4, men i henhold til SL § 198, stk. 1, må selskabet hertil kun anvende beløb, der kan anvendes til udlodning af udbytte, jf. SL § 197, stk. 1, 1. pkt., jf. § 180, stk. 2, det vil sige frie reserver i henhold til årsrapporten.

Egne kapitalandele skal endvidere fradrages ved vurderingen af, om selskabslovens

7. Se Gomard i Langsted (red.), Selskabers Kapital, side 2.

krav til minimumskapital er overholdt, jf. SL § 197, stk. 1, 2. pkt.

Reglerne i SL §§ 196-200 finder tilsvarende anvendelse på datterselskabers erhvervelse af kapitalandele i moderselskaber, jf. SL § 201.

Hverken aktieselskabsloven eller anpartsselskabsloven af 1973<sup>8</sup> gav ved vedtagelsen selskaber en egentlig adgang til at købe egne kapitalandele mod vederlag. Ved en lovændring i 1982 blev der imidlertid som i tidligere lovgivning<sup>9</sup> i aktieselskabsloven givet adgang til at erhverve egne aktier op til 10 % af selskabskapitalen, jf. aktieselskabslovens § 48.<sup>10</sup> Ændringen var et led i implementeringen af andet selskabsdirektiv (kapitaldirektivet).<sup>11</sup> Den oprindelige udgave af Andet Selskabsdirektiv begrænsede således adgangen til at erhverve egne aktier til 10 %, men denne begrænsning blev efterfølgende ophævet.<sup>12</sup> An-

partsselskaber var ikke omfattet af Andet Selskabsdirektiv,<sup>13</sup> og anpartsselskabsloven blev ikke ændret på dette punkt svarende til aktieselskabsloven ved lovændringen i 1982.

Selskabsloven viderefører med hensyn til egne kapitalandele i vidt omfang aktieselskabslovens<sup>14</sup> bestemmelser både for aktieselskaber og anpartsselskaber. Selskabsloven indeholder dog en væsentlig udvidelse af aktieselskabslovens regime, idet begrænsningen af selskabets adgang til at erhverve egne aktier til 10 % af selskabskapitalen er ophævet, svarende til direktivet. Udvalget til Modernisering af Selskabsretten fandt således, at kapitalsselskaber burde have denne udvidede fleksibilitet.<sup>15</sup>

Udvidelsen af adgangen til at erhverve egne kapitalandele er især nyttig, fordi den øger selskabets adgang til smidigt at tilpasse kapitalstrukturen.<sup>16</sup> Præmisserne er navnlig, dels at generalforsamlingen har givet bemyndigelse til erhvervelsen af egne kapitalandele, dels at vederlaget betales af frie reserver.<sup>17</sup> Det er min erfaring, at den øgede fleksibilitet bruges af mange virksomheder. Det er på den baggrund ligeledes relevant, at adgangen til at annullere de erhvervede egne kapitalandele ikke er unødigt besværlig eller omkostningsfuld.

Et selskabs erhvervelse af egne kapitalandele skal registreres i Erhvervsstyrelsens ejerregister, jf. SL § 58, når besiddelsen når 5 % af kapital eller stemmer, jf. SL § 55, stk. 1, nr. 1, og efterfølgende ændringer i besiddelsen skal tilsvarende

8. Se lov nr. 370 og nr. 371 af 13. juni 1973 om henholdsvis aktieselskaber og anpartsselskaber.
9. Aktieselskabsloven af 1930 gav adgang til at købe op til 10 % egne aktier, mens den forudgående lov af 1917 var mere liberal og ikke indeholdt en bestemt begrænsning. Se Lilja (red.) m.fl., *Egne aktier*, side 48 ff.
10. Lov nr. 282 af 9. juni 1982 om ændring af lov om aktieselskaber.
11. Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde (herefter »Andet Selskabsdirektiv«).
12. Se Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006 om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, artikel 1, nr. 4), om ændring af artikel 19, stk. 1, i Andet Selskabsdirektiv. Såfremt medlemsstaterne herefter tillod erhvervelse af egne aktier, kunne grænsen herfor ikke sættes lavere end svarende til 10 % af selskabskapitalen.

13. Direktivet og dets efterfølgere finder dog anvendelse ved omdannelse af anpartsselskaber til aktieselskaber.
14. Aktieselskabsloven af 1973 med senere ændringer, se §§ 48, 48 a og 48 b.
15. Se Betænkning 1498 af 26. november 2008 om Modernisering af selskabsretten (herefter »Moderniseringsudvalgets betænkning« eller »Betænkningen«), side 481-482.
16. Se Betænkningen, side 1013.
17. Dette fulgte allerede af den oprindelige udgave af Andet Selskabsdirektiv, se artikel 19, stk. 1, b), jf. artikel 15, stk. 1, a).

Christoffer Galbo

registreres, når tærsklerne i SL § 55, stk. 1, nr. 2 på 5, 10, 15, 20, 25, 50, 90 eller 100 %,  $\frac{1}{3}$  eller  $\frac{2}{3}$  af kapital eller stemmer passerer. Såfremt et selskabs aktier er optaget til handel på et reguleret marked, finder flagningsreglerne i kapitalmarkedsloven<sup>18</sup> og storaktionærbekendtgørelsen<sup>19</sup> tillige anvendelse. Offentligheden har altså mulighed for at vide, om en større del af den registrerede kapital ejes af selskabet selv.

Egne kapitalandele må ikke aktiveres på balancen, og indtægter og udgifter ved køb og salg af egne kapitalandele må ikke indregnes i resultatopgørelsen, men indregnes direkte på egenkapitalen.<sup>20</sup> Egne kapitalandele har ingen finansiell værdi for selskabet.<sup>21</sup> Egenkapitalens værdi vil være reflekteret i de af eksterne kapitalejere ejede kapitalandele. Såfremt selskabet sælger egne kapitalandele, svarer det fra et finansielt perspektiv til nyudstedelse af kapitalandele. De udestående kapitalandales andel af egenkapitalen udvandes med de solgte egne kapitalandele/nye kapitalandele, men til gengæld øges egenkapitalen med provenuet fra transaktionen.

#### 4. Kapitalnedsættelse ved annullation af egne kapitalandele

##### 4.1. Regelgrundlaget

Selskabslovens regler om kapitalnedsættelse er indeholdt i kapitel 11 om kapitalafgang.

18. Lovbekendtgørelse nr. 41 af 13. januar 2023 om kapitalmarkeder.
19. Bekendtgørelse nr. 1172 af 31. oktober 2017 om storaktionærer.
20. Se lovbekendtgørelse nr. 1441 af 14. november 2022 af årsregnskabsloven § 37, stk. 3, og § 49, stk. 2, nr. 2. Tilsvarende regler findes i de internationale regnskabsstandarder, IFRS.
21. Spørgsmålet giver anledning til diskussion og ikke alle er enige heri, se fx Lilja (red.) m.fl., Egne aktier, side 137. Det er måske årsagen til den med årene ad flere omgange ændrede regnskabsmæssige behandling. Se redegørelsen herfor i Lilja (red.) m.fl., Egne aktier, side 135 ff.

Det er i SL § 179, stk. 1, fastsat, at »[u]ddeling af selskabets midler til kapitalejerne kan kun finde sted 1) som udbytte på grundlag af det senest godkendte årsregnskab, jf. § 180, 2) som ekstraordinært udbytte, jf. §§ 182 og 183, 3) som udlodning i forbindelse med nedsættelse af selskabskapitalen, jf. §§ 185-193, eller 4) som udlodning i forbindelse med selskabets opløsning, jf. kapitel 14.« Udlodning i forbindelse med kapitalnedsættelse er altså en af de fire måder, hvorpå selskabets midler kan uddeles til kapitalejere, jf. SL § 179, stk. 1, nr. 3.

Det følger af SL § 179, stk. 2, at selskabets centrale ledelsesorgan »er ansvarligt for, at uddeling ikke overstiger, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets, og i moderselskaber koncernens, økonomiske stilling, og ikke sker til skade for selskabet eller dets kreditorer, jf. § 115, nr. 5, og § 116, nr. 5. Det centrale ledelsesorgan er desuden ansvarligt for, at der efter uddelingen er dækning for selskabskapitalen og de reserver, der er bundne i henhold til lov eller vedtægt.«

Efter SL § 115, nr. 5, henholdsvis § 116, nr. 5, skal bestyrelsen, henholdsvis tilsynsrådet, »påse, at kapital-selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt, herunder at der er tilstrækkelig likviditet til at opfylde kapital-selskabets nuværende og fremtidige forpligtelser, efterhånden som de forfalder, og [...] sikre, at det tilstedeværende kapitalberedskab er forsvarligt.«

Direktionen skal efter SL § 118, stk. 2, sikre, at selskabets kapitalberedskab er forsvarligt, og at det har tilstrækkelig likviditet.

En beslutning om kapitalnedsættelse følger samme procedurer som en kapitalforhøjelse, jf. SL § 185. Beslutningen træffes med vedtægtsændringsmajoritet, jf. § 186. Der kan dog alene træffes beslutning om anvendelse af nedsættelsesbeløbet til udbetaling til kapitalejere eller henlæggelse til en særlig (fri) reserve, jf. § 188, stk. 1, nr. 2 og 3, hvis kapital-selskabets centrale ledelse stiller eller godkender forslag derom. Dette er naturligt, da det centrale ledelsesorgan jo har et særligt ansvar for selskabets økonomiske stilling, likviditet og kapitalbered-

skab, jf. SL §§ 179, stk. 2, 115, nr. 5, og § 118, stk. 2.

Det følger af SL § 188, stk. 1, at »[b]eslutningen om kapitalnedsættelse skal angive det beløb, hvormed selskabskapitalen nedsættes, samt til hvilket af følgende formål beløbet skal anvendes: 1) Dækning af underskud, 2) udbetaling til kapitalejere, eller 3) henlæggelse til en særlig reserve« (mine fremhævninger).

Bestemmelsen svarer til aktieselskabslovens<sup>22</sup> § 44 a, stk. 1, 2. pkt.,<sup>23</sup> idet nr. 3 heri dog angav »henlæggelse til en særlig fond, der kun kan anvendes efter beslutning af generalforsamlingen.« Det fremgår af bemærkningerne til SL § 188, stk. 1, nr. 3, at »[i] modsætning til gældende ret henvises der ikke til en fond, der kun kan anvendes efter beslutning af anpartshaverne, idet den nuværende formulering i praksis har givet anledning til forvirring. Den type fond, den gældende bestemmelse vedrører, vil også fremover være omfattet af bestemmelsen. Formålet med den nye formulering er at gøre bestemmelsen bredere, således at den bl.a. også omfatter overførsler til frie reserver.«<sup>24</sup>

Det er i SL § 192, stk. 1, bestemt, at »[k]apitalselskabets kreditorer skal ved kapitalnedsættelse til udbetaling til kapitalejerne eller henlæggelse til særlig reserve, jf. § 188, stk. 1, nr. 2 og 3, opfordres til at anmelde deres krav til selskabet inden for en frist på 4 uger.« Opfordringen sker ved Erhvervsstyrelsens registrering og offentliggørelse af det centrale ledelsesorgans beslutning om at nedsætte kapitalen.

Der skal dog ikke ske opfordring til kreditorerne i medfør af § 192, stk. 1, såfremt kapitalen samtidig forhøjes ved tegning af mindst samme nominelle beløb med tillæg af overkurs som nedsættelsesbeløbet, jf. § 192, stk. 2. I

22. Lovbekendtgørelse nr. 649 af 15. juni 2006 af lov om aktieselskaber med senere ændringer.
23. Anpartsselskabsloven, lovbekendtgørelse nr. 650 af 15. juni 2006 af lov om anpartsselskaber med senere ændringer, indeholdt i § 46, stk. 2, en tilsvarende bestemmelse.
24. Se Betænkningen, side 1002.

dette tilfælde forringes kreditorernes stilling jo ikke.

Såfremt en opfordring til kreditorerne skal offentliggøres, kan kapitalnedsættelsen herefter ikke gennemføres før efter udløbet af 4-ugersfristen. Det er videre en forudsætning, at det centrale ledelsesorgan efter udløbet af fristen fortsat vurderer det forsvarligt at gennemføre kapitalnedsættelsen, jf. SL § 193, stk. 1.

Hvis der i 4-ugersperioden anmeldes krav, må kapitalnedsættelsen ikke gennemføres, »hvis anmeldte, forfaldne krav ikke er fyldestgjort og der ikke på forlangende er stillet betryggende sikkerhed for uforfaldne eller omtvistede krav. Erhvervsstyrelsen afgør på parternes begæring, om en tilbudt sikkerhed må anses for betryggende« (min fremhævning), jf. SL § 193, stk. 4. Som bestemmelsen er formuleret, er der tale om et ubetinget krav om sikkerhedsstillelse for anmeldte uforfaldne krav. Der skal altså stilles sikkerhed, uanset hvilken soliditet og betalingsevne selskabet i øvrigt har.<sup>2526</sup> Erhvervsstyrelsens praksis er at kræve sikkerhedsstil-

25. Se i overensstemmelse hermed Erhvervsankennævnets kendelse af 23. december 1996 om den dagældende tilsvarende bestemmelse i aktieselskabslovens § 46, Bunch og Corfixsen Whitt, Selskabsloven med Kommentarer, 3. udgave (herefter »Bunch og Corfixsen Whitt«), side 831 og Schans Christensen, Kapitalselskaber, 6. udgave, side 384, note 9.
26. Efter den tilsvarende bestemmelse i den norske Lov om Allmennaksjeselskaper (Allmennaksjeloven) (Lov-1997-06-13-45 med senere ændringer), Kapittel 12, §12-6, (2), foretager Tingretten en konkret vurdering af kreditors behov for sikkerhed for ikke forfaldne krav. Efter den svenske Aktiebolagslag (2005:51), 20. kapitel, 28 §, vurderer den relevante domstol, om kreditors krav er betalt, eller kreditor har betryggende sikkerhed. Hvis ikke kreditor har betryggende sikkerhed for et udestående krav, skal selskabet stille sikkerhed, og det er altså ikke tilstrækkeligt, at selskabet fremstår finansielt solidt. Forfatteren takker Mikael og Viktor Borg, Gernandt & Danielsson advokatbyrå, for information om svensk ret.

Christoffer Galbo

lelse i form af en bankgaranti for anmeldte krav.<sup>27</sup>

Aktieselskabsloven indeholdt i § 46 en bestemmelse om opfordring til kreditorer ved kapitalnedsættelser med udbetaling til aktionærer eller henlæggelse til en særlig fond, men med krav om offentliggørelse i Statstidende. Perioden, hvor kreditorerne kunne anmelde krav, var på 3 måneder.<sup>28</sup> Det senere Andet Selskabsdirektiv regulerede spørgsmålet om sikkerhedsforanstaltninger for kreditorer ved kapitalnedsættelser i artikel 32. Artikel 32 er efter ophævelsen af Andet Selskabsdirektiv videreført i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2017/1132 (»Selskabsdirektivet«).<sup>29</sup> Bestemmelsen er i Selskabsdirektivet affattet som følger:

»Sikkerhedsforanstaltninger for kreditorerne i tilfælde af nedsættelse af den tegnede kapital.

Art. 75

Stk. 1. I tilfælde af nedsættelse af den tegnede kapital har i det mindste de kreditorer, hvis krav er opstået før offentliggørelsen af beslutningen om nedsættelse, i det mindste ret til at få stillet sikkerhed for de fordringer, som ikke er forfaldet på tidspunktet for offentliggørelsen. Medlemsstaterne må ikke tilsidesætte denne ret, medmindre kreditor har andre passende garantier, eller at sådanne garantier i betragtning af selskabets formue ikke er nødvendige.

Medlemsstaterne fastsætter betingelserne for at udøve den i første afsnit fastsatte ret. Medlemsstaterne sikrer under alle omstændigheder, at kreditorerne kan anmode den relevante administrative eller retslige myndighed om hensigtsmæssige sikkerhedsforanstaltninger, såfremt de kan godtgøre, at deres krav på grund af nedskrivningen af den tegnede kapital er bragt i fare, og at selskabet ikke har iværksat hensigtsmæssige sikkerhedsforanstaltninger.

Stk. 2. Endvidere skal medlemsstaternes lovgivninger i det mindste bestemme, at nedsættelsen skal være uden

27. Se Bunch og Corfixsen Whitt, side 831.

28. Denne bestemmelse byggede på § 37 i aktieselskabsloven af 1930, lov nr. 123 af 15. april 1930 om aktieselskaber med senere ændringer.

29. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2017/1132 om visse aspekter af selskabsretten (kodifikation).

virkning, eller at der ikke må finde nogen betaling sted til fordel for aktionærerne, før kreditorerne er fyldestgjort, eller retten har truffet afgørelse om, at der ikke er grund til at tage de pågældende kreditorens begæring til følge.

Stk. 3. [udeladt] » (mine fremhævninger).

Formålet med kravet om opfordring til kreditorer i forbindelse med en kapitalnedsættelse med udbetaling til kapitalejerne eller henlæggelse til en særlig reserve er således at beskytte kreditorerne mod, at selskabets muligheder for at opfylde deres krav reduceres ved kapitalnedsættelsen.

Selskabsdirektivet indeholder på den baggrund i artikel 80, stk. 2, en regel om, at artikel 75 ikke finder anvendelse, hvor kapitalen nedsættes ved inddragelse af fuldt indbetalte aktier, som allerede er erhvervet af selskabet uden modydelse eller for frie midler. I dette tilfælde etableres efter direktivet en bunden reserve svarende til den pålydende (nominelle) værdi af de annullerede egne aktier eller, ved aktier uden pålydende værdi, den bogførte pariværdi.<sup>30</sup> Den bundne reserve kan ikke uddeles til aktionærerne bortset fra tilfælde, hvor der foretages nedsættelse af den tegnede kapital. Den kan kun anvendes til udligning af tab eller til forhøjelse af den tegnede kapital ved fondsaktieemission, jf. artikel 80, stk. 2. Den bundne reserve indebærer således, at kreditorernes stilling ikke forringes. Der er derfor ingen grund til at kræve opfordring til kreditorer endsiges sikkerhedsstillelse.

Bundne reserver kendes i flere sammenhænge i dansk selskabsret. Selskabskapitalen er fx en bunden reserve. I tilfælde, hvor selskabskapitalen ikke er fuldt indbetalt, etableres en bunden reserve svarende til det ikke indbetalte beløb, jf. årsregnskabslovens § 35 b. Vedtægterne kan indeholde bestemmelser om bundne reserver. Derudover etableres bundne reserver blandt andet ved opskrivning efter

30. Reglen stammer oprindeligt fra artikel 37 i Andet Selskabsdirektiv.

indre værdis metode, jf. årsregnskabslovens § 43 a, og i forbindelse med lovlig selvfinansiering og lovlige kapitalejrlån jf. årsregnskabsloven § 35 a, jf. SL §§ 206, stk. 2, 210 og 214, stk. 1.

Selskabsloven indeholder imidlertid ikke en regel svarende til Selskabsdirektivets artikel 80, stk. 2, om kapitalnedsættelse ved annullation af egne kapitalandele eller særregler herom i øvrigt, og det gjorde aktieselskabsloven heller ikke.<sup>31</sup> Det er uklart fra lovforarbejderne, hvorfor denne model ikke blev indarbejdet, da Andet Selskabsdirektiv blev implementeret.<sup>32</sup> Den særlige finansielle problemstilling, som annullation af egne aktier frembyder, synes ikke at have været genstand for overvejelse. Forklaringen kan dog måske udledes af de generelle bemærkninger til lovforslaget, hvor det er anført, at »[d]e fleste af direktivets bestemmelser er mindstekravsbestemmelser, hvorfor tilsvarende danske bestemmelser, som er mere vidtgående, kan bibeholdes. Flertallet af panelets medlemmer understregede, at aktieselskabsloven kun bør ændres i det omfang, direktivet gør det nødvendigt, bortset fra sådanne punkter, hvor lovens regler allerede nu har vist sig mindre hensigtsmæssige«. <sup>33</sup> Problemstillingen synes heller ikke at have været genstand for overvejelse i Udvalget til Modernisering af Selskabsretten.<sup>34</sup> Det kan skyldes, at spørgsmålet i praksis sjældent har givet anledning til problemer, idet selskaber blot accepterer venteperioden på 4 uger, og kredito-

rer sjældent gør brug af retten til at kræve sikkerhedsstillelse.

#### *4.2. Det særlige, når kapitalnedsættelsen vedrører annullation af egne kapitalandele*

Når et selskab gennemfører et aktietilbagekøb, fx via børsmarkedet, vil det i de her behandlede tilfælde ske på baggrund af en bemyndigelse fra generalforsamlingen, jf. SL § 198, stk. 1, og ved betaling med frie midler, jf. § 197, stk. 1. Kreditorernes interesser er beskyttet ved, at alene frie reserver kan anvendes som vederlag ved tilbagekøbet. Selskabet kan efterfølgende igen sælge kapitalandelene eller levere dem til afdækning af optionsprogrammer.

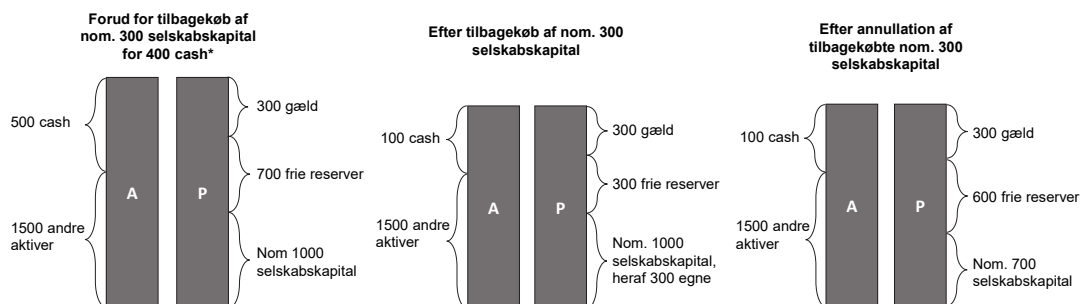
Såfremt selskabet senere beslutter at annullere de tilbagekøbte kapitalandele, vil der skulle gennemføres en kapitalnedsættelse. Situationen er her, dels at tilbagekøbsprovenuet allerede har forladt selskabet, dels at der som udgangspunkt er dækning for selskabskapitalen inklusive de kapitalandele, der annulleres – der er jo betalt med frie reserver – og derfor overdækning for de efter nedsættelsen udestående og tilbageværende kapitalandele. Nedsættelsen indebærer derfor regnskabsmæssigt en ompostering af en del af den nominelle selskabskapital, henholdsvis den bogførte pariværdi af stykkapitalandele, til en anden passiv post på balancen, der med den nuværende regulering vil være de frie reserver. Kreditorerne har altså efter gennemførelsen af kapitalnedsættelsen de samme aktiver at holde sig til. Selskabsdirektivets særlige regel herom i artikel 80, stk. 2, skal ses på denne baggrund.

Et forsimplet eksempel, hvor et selskab med en nominal kapital på 1.000 millioner kr. tilbagekøber nom. 300 millioner kr. kapitalandele for 400 millioner kr., kan illustrere situationen som reguleret i selskabsloven:

31. Heller ikke den svenske aktiebolagslag og den norske allmennaksjelov indeholder særregler om annullation af egne aktier. I allmennaksjeloven behandles spørgsmålet dog udtrykkeligt som en udlodning til aktionærer, jf. nedenfor note 37.
32. Se det oprindelige lovforslag L 215, Folketingstidende A, 1977-78, spalte 4575 ff., og det senere fremsatte L 119, Folketingstidende A, 1981-82, spalte 2817 ff.
33. Se L 215, Folketingstidende A, 1977-78, spalte 4598.
34. Se Betænkningen, kapitel 12.5, side 460-474.



Illustration 1 – Tilbagekøb af kapitalandele



\* Tal i millioner kr.

Der er derfor grund til overveje, dels hvordan SL § 188, stk. 1, skal forstås, dels om reglerne om opfordring til kreditorer og sikkerhedsstilling i SL §§ 192 og 193, stk. 4, finder anvendelse.

#### 4.3. Vurdering

SL § 188, stk. 1, nævner tre muligheder for anvendelse af nedsættelsesbeløbet: 1) Dækning af underskud, 2) udbetaling til kapitalejere, eller 3) henlæggelse til en særlig reserve. Bestemmelsen er efter sin ordlyd udtømmende.<sup>35</sup>

Nr. 1 er ikke relevant, medmindre der foreligger et overført underskud. Den generelle subsumption af spørgsmålet om annullation af egne kapitalandele kan ikke afhænge af, om der foreligger et anvendeligt underskud.

Kerneområdet for nr. 2 synes at være den situation, hvor der træffes beslutning om kapitalnedsættelse, jf. SL § 200, nr. 1, med udbetaling til kapitalejerne, i hvilken forbindelse selskabet erhverver egne kapitalandele. Det følger af § 188, stk. 1, at beslutningen om kapitalnedsættelse skal angive »til hvilket [...] formål beløbet skal anvendes«. Ordlyden synes altså – ligesom Selskabsdirektivets artikel 75 – at forudsætte, at beløbet endnu ikke er anvendt. Selskabsloven antager, at der er dækning for

den registrerede kapital, jf. ovenfor, og nedsættelsen kan indebære, at der efterfølgende alene er dækning for den mindre registrerede kapital, idet overskydende kapital er udbetalt. SL § 200, nr. 1, giver altså mulighed for, at selskabskapital udbetales i forbindelse med nedsættelsen, idet den indeholder en undtagelse fra SL § 197, stk. 1. Kreditorerne vil endvidere efterfølgende have færre aktiver at holde sig til. Der er derfor grund til at værne om kreditorernes interesser.

Det kan måske på den baggrund forekomme nærliggende også at anvende § 188, stk. 1, nr. 2, såfremt selskabet allerede på tidspunktet for et tilbagekøb baseret på en bemyndigelse fra generalforsamlingen, jf. SL § 198, stk. 1, forventer efterfølgende at annullere de pågældende kapitalandele, uanset at beslutningen om kapitalnedsættelse først træffes efterfølgende. Erhvervsstyrelsens faste praksis antager da også, at bestemmelsen finder anvendelse ikke blot på denne situation, men også hvor selskabet først senere tager stilling til, hvad der skal ske med de tilbagekøbte kapitalandele og beslutter at annullere dem.<sup>36</sup> Kursen ved kapi-

35. Se tilsvarende Bunch og Corfixsen Whitt, side 800.

36. Se Bunch og Corfixsen Whitt, side 800 og side 806 ff. med omtale af Erhvervsstyrelsens udtalelser af 5. december 2013, 22. november 2015, 17. marts 2016 og 13. november 2017. Se tilsvarende Gomard, Selskabers Kapital, Langsted

talnedsættelsen fastsættes i konsekvens heraf svarende til tilbagekøbsprisen. Tankegangen synes at være, at faktorerens orden er ligegyldig, og at SL § 188, stk. 1, nr. 2, dækker den situation, at der gennemføres en kapitalnedsættelse, og provenuet tilgår eller er tilgået kapitalejerne.<sup>37</sup> Det forekommer dog ikke logisk at tage udgangspunkt i et beløb, der allerede har forladt selskabet. Det stemmer endvidere dårligt med lovens og direktivets forudsætning om, at nedsættelsesbeløbet ikke kan udbetales, førend kreditorernes rettigheder er sikret. Realiteten ved gennemførelsen af kapitalnedsættelsen er desuden, at et beløb svarende til den nominelle værdi, eller ved stykkapitalandele den bogførte pariværdi, af de annullerede kapitalandele overføres fra selskabskapital til de frie reserver. Det ville på den baggrund være mere nærliggende at henvise til en analogi af § 188, stk. 1, nr. 3, der jo adresserer den situation, hvor bundne reserver overføres til en særlig reserve, som kan være fri.<sup>38</sup>

Selskabsdirektivets løsning i artikel 80, stk. 2, forekommer egnet til at regulere forholdet, men den danske implementering af direktivet giver ikke denne mulighed. Dels er SL § 188, stk. 1, som anført ovenfor, udtømmende, dels kræver § 192, stk. 1, offentliggørelse af opfordring til kreditorer i de af § 188, stk. 1, nr. 2 og 3 omfattede tilfælde.

(red.), side 8, om §§ 44, 44a og 46 i den dagældende aktieselskabslov.

37. Det fremgår eksplicit af allmenaksjelovens kapittel 12, §12-1, (1), nr. 1, at sletning af egne aktier behandles som udlodning til aktionærer. Det samme er tilfældet efter aktiebolagslagen, når aktierne er erhvervet mod vederlag. Hvis ikke de er erhvervet mod vederlag, behandles forholdet som en overførsel til frie reserver.
38. Denne mulighed indførtes ved vedtagelsen af Selskabsloven. Erhvervsstyrelsens praksis kan således muligvis ses som en fortsættelse af praksis efter aktieselskabsloven og anpartsselskabsloven, hvor anvendelsesområdet for de tilsvarende bestemmelser var mere snævert, jf. ovenfor pkt. 4.1 ved fodnote 23 og 24.

Valget mellem § 188, stk. 1, nr. 2 og 3, har ikke egentlige retlige konsekvenser, da SL § 192, stk. 1, om opfordring til kreditorer og § 193, stk. 4, om eventuel sikkerhedsstillelse finder anvendelse i begge situationer, og da der efter SL § 188, stk. 1, nr. 3, kan ske overførsel til de frie reserver.

Man kan mere overordnet stille det spørgsmål, om det er hensigtsmæssigt, at Erhvervsstyrelsens praksis ikke afspejler den umiddelbare finansielle realitet, og at reglerne om opfordring til kreditorer og sikkerhedsstillelse finder anvendelse.

## 5. Vurdering af retsstillingen

### 5.1. Et eksempel fra den virkelige verden

Problemstillingen kan illustreres med et eksempel fra den virkelige verden.

Ved Danske Bank A/S' ordinære generalforsamling den 18. marts 2019 blev der truffet beslutning om nedsættelse af aktiekapitalen med nominelt 337.690.000 kr. ved annullation af 33.769.000 stk. egne aktier à 10 kr. Det fremgik af indkaldelsen, at aktierne var erhvervet i perioden 5. februar til 3. oktober 2018 for et samlet beløb på 6,9 milliarder kr. som led i selskabets aktietilbagekøbsprogram. Det var på den baggrund ligeledes anført i indkaldelsen, at nedsættelsen – i overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens praksis – var at betragte som en udlodning til aktionærerne, jf. SL § 188, stk. 1, nr. 2.

Selskabet offentliggjorde herefter den 29. april 2019 efter udløb af 4-ugersperioden, jf. SL § 192, stk. 1, en meddelelse om, at bestyrelsen havde besluttet at gennemføre kapitalnedsættelsen, og at den var registreret i Erhvervsstyrelsen.<sup>39</sup>

39. Se selskabsmeddelelser nr. 5 af 21. februar 2019 (indkaldelse), nr. 7 af 18. marts 2019 (forløb af generalforsamling) og nr. 9 af 29. april 2019 (gennemførelse af kapitalnedsættelse). Alle meddelelser er tilgængelige via Danske Banks hjemmeside <https://danskebank.com>.

Christoffer Galbo

Danske Bank A/S havde i 2018 et årsresultat på ca. 15 milliarder kr. og en egenkapital pr. 31. december 2018 på ca. 149 milliarder kr.<sup>40</sup>

Selskabslovens regulering indebærer, at Danske Bank A/S skulle stille sikkerhed i form af en bankgaranti for uforfaldne krav, jf. § 193, stk. 4, anmeldt i den venteperiode på 4 uger, som følger af SL § 192, stk. 1.

Dette gælder, uanset at Danske Bank A/S overholdt diverse solvens- og likviditetskrav i henhold til lov om finansiel virksomhed, og uanset at bankens større kreditorer måtte antages at være professionelle kreditorer, der havde kunnet sikre sig aftalemæssigt.

Det er klart, at konsekvenserne af reguleringen kan være uhensigtsmæssige. Der er derfor grund til at overveje, hvorledes reguleringen kan forbedres.

### 5.2. Reguleringsalternativer

Reguleringen af spørgsmålet om sikkerhedsforanstaltninger for kreditorerne i tilfælde af nedsættelse af selskabskapitalen indebærer en afvejning af hensynet til kreditorerne over for hensynet til ikke at pålægge selskabet og kapitalejerne unødige eller ikke proportionale byrder.

Den nuværende regulering, hvorefter kapitalnedsættelse ved annullation af egne kapitalandele købt for frie midler subsumeres under SL § 188, stk. 1, nr. 2, og derfor kræver opfordring til kreditorer og eventuel sikkerhedsstillelse, jf. SL § 192, stk. 1, og § 193, stk. 4, var tager hensynet til beskyttelse af kreditorer. Den risikerer imidlertid også at føre til unødvendige sikkerhedsstillelser og dermed unødvendige omkostninger. Den afspejler endvidere ikke den umiddelbare finansielle realitet. Den er derfor utilfredsstillende.

Det ville være en bedre løsning at subsumere forholdet under SL § 188, stk. 1, nr. 3,

med overførsel til frie reserver. Denne bestemmelse svarer bedre til faktum og indebærer samme beskyttelse af kreditorer. Den indebærer imidlertid samme risiko for unødvendige sikkerhedsstillelser.

Selskabsdirektivets artikel 75, stk. 1, tillader medlemsstaterne ikke at kræve sikkerhedsstillelse for anmeldte uforfaldne krav, hvor »kreditor har andre passende garantier, eller at sådanne garantier i betragtning af selskabets formue ikke er nødvendige.« Samme bestemmelse kræver dog tillige en vis adgang for kreditorerne til at indbringe spørgsmålet for relevante administrative eller retslige myndigheder. I en sag svarende til eksemplet fra Danske Bank virker det oplagt, at i hvert fald mindre kreditorer ikke ville have behov for garantier »i betragtning af selskabets formue.« Det kunne på denne baggrund overvejes generelt at ændre SL §§ 192 og 193, således at kravet om opfordring til kreditorer og sikkerhedsstillelse ikke er ubetinget, men afhænger af situationen. Selvom der ved en annullation af egne kapitalandele kunne lægges vægt på, at ingen midler forlader selskabet, vil en overførsel af nedsættelsesbeløbet til frie reserver dog svække kreditorernes stilling som forudsat i selskabsloven. Kreditsikkerhed og kreditvurderinger beror endvidere på meget konkrete vurderinger.<sup>41</sup> Det ville således være særdeles vanskeligt om ikke umuligt generelt at regulere, hvornår kreditorer ikke har behov for sikkerhedsstillelse. Tilsvarende ville det indebære vanskeligheder, såfremt Erhvervsstyrelsen eller en domstol skulle opbygge eller skaffe sig adgang til kompetencer inden for kreditvurdering med henblik på at vurdere, om en sikkerhedsstillelse er påkrævet.<sup>42</sup> En vurdering ville være forbundet med betydelig usikkerhed, og det

40. Dette gælder både på for moderselskabet og på konsolideret niveau. Se årsrapport 2018 offentliggjort ved selskabsmeddelelse af 1. februar 2019.

41. Eksemplerne fra Credit Suisse og Silicon Valley Bank er på tidspunktet for udarbejdelsen af denne artikel illustrative.

42. Norge har dog en sådan model for aktieselskaber, jf. ovenfor note 26.

samme ville være tilfældet, såfremt en uafhængig vurderingsmand<sup>43</sup> fx udtalte sig om forholdet. Man måtte derfor både ved en generel regulering og i tilfælde af individuelle kreditvurderinger acceptere en risiko for, at kreditorer lider tab som følge af kapitalnedsættelser. Tabslidende kreditorer ville i mange tilfælde kunne gøre et ansvar gældende overfor ledelsen under henvisning til, at den havde svigtet sit ansvar for, at selskabet også efter uddelingen var ansvarligt kapitaliseret, jf. SL § 179, stk. 2, og pkt. 4.1 ovenfor. Ansvarssager er imidlertid ofte langvarige og i sig selv omkostningsfulde, og en kompensation forudsætter, at de ansvarlige er betalingsdygtige. Det forekommer på den baggrund både mere hensigtsmæssigt og mere enkelt at regulere i hvert fald spørgsmålet om annullation af tilbagekøbte kapitalandele på en måde, der på én gang afspejler og sikrer, at kreditorernes stilling ikke forringes ved transaktionen.

Den i Selskabsdirektivets artikel 80, stk. 2, anviste model, hvorefter der etableres en bunden reserve svarende til den pålydende værdi eller, ved aktier uden pålydende værdi, den bogførte pariværdi af de annullerede aktier, forekommer derfor at være et nyttigt og enkelt alternativ, når selskabet ikke ved kapitalnedsættelsen ønsker at skabe frie reserver.<sup>44</sup> Sel-

skabets soliditet og betalingsevne påvirkes ikke af transaktionen, og der er derfor ikke behov for opfordring til kreditorer og eventuel sikkerhedsstillelse. Det tilbyder en smidigere og mindre omkostningstung model for selskaber, fx i en situation som eksemplet fra Danske Bank. En bunden reserve øger vel kompleksiteten af balancen, men bundne reserver kendes i forvejen i kapital-selskaber. Det forekommer derfor hensigtsmæssigt, om selskaber i det mindste havde mulighed for at vælge denne model.

Anpartsselskaber er ikke omfattet af Selskabsdirektivet. Man kunne derfor overveje for disse at etablere et mindre rigtigt regime i konsekvens af, at den registrerede selskabskapital alene giver kreditorerne en begrænset om ikke illusorisk beskyttelse, jf. pkt. 2 ovenfor. Annullationen af egne kapitalandele i sig selv reducerer således ikke soliditet og betalingsevne, idet tilbagekøbsprovenuet allerede er udbetalt. Den reduktion, der sker i den registrerede kapital, vil i vidt omfang allerede fremgå af offentligt tilgængelige registreringer af selskabets egne kapitalandele, jf. pkt. 3 ovenfor. Endelig kan og bør kreditorer, der ønsker sikkerhed, sikre sig aftalemæssigt. Forløbet om IVS'er indikerer dog nok, at der ikke for tiden er opbakning til, at formaliteterne omkring kapitalafgang slækkes.<sup>45</sup> Der er end-

43. Et svensk aktiebolag fritages for pligten til at underrette kendte kreditorer ved kapitalnedsættelse med udbetaling til kapitalejere eller henlæggelse til frie reserver, såfremt en revisor vurderer, at kapitalnedsættelsen ikke indebærer fare for kreditorerne. Kreditorerne underrettes dog under alle omstændigheder ved Bolagsverkets offentliggørelse af meddelelse i Post- och Inrikes Tidningar og har efterfølgende mulighed for at modsætte sig kapitalnedsættelsen og kræve betryggende sikkerhed for fordringer. Et krav om sikkerhed er dog genstand for en konkret prøvelse, jf. ovenfor note 26. Se aktiebolagslag (2005:51), 20. kapitel, 23 – 28 §§.

44. En tilsvarende bunden reserve skabes efter reglerne om amortisation uden opfordring til kre-

ditorer i SL § 74, stk. 4. Se tilsvarende i Selskabsdirektivets artikel 79, stk. 1, litra d.

45. Iværksætterselskabet, et anpartsselskab hvor kapitalkravet var reduceret til kr. 1, blev indført ved lov nr. 616 af 12. juni 2013 om ændring af selskabsloven, lov om visse erhvervsdrivende virksomheder, årsregnskabsloven og lov om Det Centrale Virksomhedsregister. Selskabsformen blev imidlertid efter en del debat afskaffet ved lov nr. 445 af 13. april 2019 om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven med den begrundelse, at selskabsformen ikke havde haft den ønskede effekt i erhvervslivet og blandt andet førte til mange tvangsopløsninger.

Christoffer Galbo

videre også fordele ved, at aktie- og anparts-selskaber reguleres efter i hovedsagen samme regler.

## 6. Konklusion

Selskabsloven lempede reglerne for selskabers tilbagekøb af kapitalandele for frie midler efter bemyndigelse fra generalforsamlingen. Det er i stigende omfang en metode, selskaber benytter til at tilpasse kapitalstrukturen. Reglerne om kapitalnedsættelse skelner imidlertid ikke mellem, om nedsættelsen angår kapitalandele ejet af eksterne kapitalejere eller selskabets egne kapitalandele, uanset at den finansielle realitet er forskellig, når der sker udlodning fra selskabet. Det har ført til en praksis hos Erhvervsstyrelsen, som ikke afspejler den umiddelbare finansielle realitet.

Det skyldes tilsyneladende, at reglerne om kapitalnedsættelse ikke blev ændret, således at de tog højde for de særlige forhold ved egne kapitalandele, da der i 1982 blev givet adgang til at erhverve egne aktier i forbindelse med implementeringen af Andet Selskabsdirektiv. Både Andet Selskabsdirektiv og det senere Selskabsdirektiv indeholder en fornuftig regel, hvorefter egne aktier erhvervet for frie midler eller uden modydelse kan annulleres, uden at

opfordring til kreditorer skal offentliggøres, og uden eventuel sikkerhedsstillelse, idet der etableres en bunden reserve svarende til den pålydende værdi, henholdsvis den bogførte pariværdi ved aktier uden pålydende værdi, af de annullerede aktier. Det er uklart, hvorfor reglen ikke blev implementeret.

Den nuværende danske regulering indebærer, at der ved annullation af egne kapitalandele er krav om offentliggørelse af opfordring til kreditorer og ubetinget krav om sikkerhedsstillelse over for kreditorer, der anmelder ikke forfaldne krav. Kreditorer stiller vistnok i praksis sjældent krav om sikkerhedsstillelse. Sikkerhedsstillelsen er imidlertid i givet fald bekostelig i form af en bankgaranti. Reglerne er således usmidige og pålægger selskaber potentielt store omkostninger, uanset at transaktionen ikke forringer et selskabs soliditet og betalingsevne. Det anbefales på den baggrund ved revision af selskabsloven at indføre en model baseret på Selskabsdirektivets artikel 80, stk. 2, eventuelt som en model selskaber kan vælge at anvende som et alternativ til de eksisterende muligheder. Indtil dette måtte ske, bør forholdet i øvrigt henføres under SL § 188, stk. 1, nr. 3, med overførsel til frie reserver i stedet for SL § 188, stk. 1, nr. 2.