



Konfliktløsning i mindre kapitalselskaber

*- med fokus på forholdet mellem en majoritetskapitalejer
og en minoritetskapitalejer*

Conflict resolution in smaller limited liability companies

*- with a focus on the relation between a majority shareholder
and a minority shareholder*

Anslag: 181.886

Kandidatafhandlingen er

udarbejdet af:

Nikolaj Crone Soltoft

116641

Under vejledning af:

Henrik Ejsbøl

&

Henrik Lando

Indholdsfortegnelse

Executive summary	3
Kapitel 1 – Introduktion	4
1.1 Indledning.....	4
1.2 Afhandlingens case.....	5
1.3 Problemformulering.....	6
1.4 Afgrænsning.....	7
1.5 Metode.....	8
1.5.1 Økonomisk metode.....	8
1.5.2 Juridisk metode.....	9
1.5.3 Integreret metode.....	12
1.6 Struktur.....	12
Kapitel 2 – Konflikter i mindre kapitalselskaber	14
2.1 Definitionen af konflikter.....	15
2.2 Konsekvensen af konflikter.....	17
Kapitel 3 – Parternes forhandling	18
3.1 Prisdannelsen.....	18
3.2 Rationel adfærd og konstante præferencer.....	19
3.3 Coase-teoremet.....	19
3.3.1 Transaktionsomkostninger.....	20
3.3.2 Nytte som betingelse for en aftale.....	21
3.3.3 Coase-teoremets praktiske anvendelse.....	21
3.4 Modificering af de neoklassiske antagelser og Coase-teoremet.....	22
3.4.1 Adfærdsøkonomi.....	22
3.4.2 Usikkerheder.....	29
3.5 Parternes mislykkede forhandlinger.....	32
Kapitel 4 - Muligheder for tvangsindløsning efter dansk ret	34
4.1 SL § 70.....	34
4.2 SL § 362.....	35
4.2.1 SL § 362, stk. 3.....	36
4.3 Rettet emission til markedskurs efterfulgt af tvangsindløsning.....	39

4.3.1 Lighedsgrundsætningen	40
4.3.2 Generalklausulen i SL § 108	42
4.3.3 Selskabets interesse	53
4.3.4 Procesusikkerheder	54
4.3.5 Gyldigheden af en rettet emission til markedskurs efterfulgt af tvangsindløsning	55
4.4 Selskabsloven som løsning på konflikten	55
Kapitel 5 – Efficient regulering mellem kapitalejere	57
5.1 Incitamentter til regulering af konfliktløsning	57
5.2 Vedtægterne kontra ejeraftalen	58
5.2.1 Indgåelse	58
5.2.2 Ændring	59
5.2.3 Offentlighed	59
5.2.4 Aftalefrihed	59
5.2.5 Fortolkning	60
5.2.6 Retshierarki	60
5.2.7 Regulering i vedtægterne eller ejeraftalen	61
5.3 Regulering i ejeraftale	61
5.3.1 Exit bestemmelser	63
5.3.2 Misligholdelse	69
5.3.2 Tvistløsning	70
5.4 Efficient regulering i ejeraftale	73
Kapitel 6 – Konklusion	75
Litteraturfortegnelse	78
Regulering	81
Retspraksis	82

Executive summary

This Master thesis will generally deal with conflicts between shareholders in smaller limited liability companies. The perspective of the thesis is a case, in which there between a founder and majority shareholder, who owns 70 pct. of the company, and an investor and minority shareholder, who owns the remaining shares, has arisen a conflict. The conflict is caused by difference opinions between the parties regarding the development of the company. The majority shareholder has afterwards offered to buy the minority shareholders shares.

The thesis sets of by first explaining and defining why conflicts in such a company arise. It can be deduced from this, that is it often due to different interests between the parties. Subsequently, the consequences of such a conflict are briefly described.

The next section tries to explain why the parties cannot reach an agreement in their negotiation. Firstly, it is shown how Coase's theory on transaction costs and the assumptions of neo-classical theory can explain the unsuccessful negotiations. However, these do not solely seem to explain the unsuccessful negotiations. Therefore, a modification has been made with reference to behavioral economic theory. The findings show that by the addition of more realistic hypotheses, it is possible to give a more realistic explanation for the failed negotiation.

Because it is impossible for the parties to find a solution to the conflict through negotiation, it will be analyzed which methods, if any, the majority owner has to compulsory redeem the minority owner under Danish law. The conclusion of this analysis shows that the majority owner has one possible method, but the legality of this is associated with vast uncertainty.

Since neither the negotiation nor the legislation can resolve the conflict, it seems necessary for the parties to regulate their joint ownership of the company before the conflict arose. However, the parties' shareholder agreement does not contain any tools for this. Therefore, it is examined how a shareholder agreement could have been drafted so that it could contribute to the resolution of the conflict. The result of the assessment shows, that the parties advantageously could have an exit provision in their shareholder agreement. Likewise, the parties should draw a provision with requirement of mediation and arbitration rather than ordinary court treatment.

Kapitel 1 – Introduktion

1.1 Indledning

Konflikter opstår i alle slags selskaber, hvad enten disse er store eller små, anpartsselskaber, aktieselskaber, familieejede eller børsnoterede selskaber.¹ Det skønnes, at 80-90 pct. af alle aktieselskaber blot har en, to eller tre ejere, mens anpartsselskaber oftest også er forbeholdt en snæver ejerkreds.² En undersøgelse af 1.313 ikke-børsnoterede selskaber med mere end én kapitalejer, foretaget af Mette Neville, viste at 67 pct. alene havde to ejere.³ I selskaber med én ejer er konflikthåndtering selvsagt ikke et problem. Derimod kan der i selskaber med en begrænset ejerkreds, såsom to eller tre kapital-ejere, opstå en række konflikter, hvortil det også er velkendt, at konflikter mellem kapitalejere er akilleshælen for mindre kapitalselskaber.⁴ Årsagen herfor er, at kapitalejerne i disse selskaber ofte har et tæt samarbejde, og kapitalejerne er ligeledes normalt ansat i selskabet eller bidrager direkte til driften på øvrige måder.⁵ Derfor afhænger selskabets succes ofte af, at ejerne er hensynsfulde og loyale mod selskabet og hinanden.

Grundet det tætte samarbejde og den ofte gensidige afhængighed er det en uundgåelig situation, at der opstår konflikter internt mellem de enkelte ejere. Disse konflikter kan udløses af utallige forhold såsom manglende engagement, forskellige interesser eller blot relationen mellem parterne. Udgangspunktet når en konflikt opstår er, at denne skal løses ved forhandling eller på generalforsamlingen efter de flertalskrav, der gælder. I enkelte tilfælde kan selskabslovgivning også medvirke til løsningen af en konflikt. Der findes i dansk ret en udstrakt aftalefrihed, der giver kapitalejerne mulighed for at indrette selskabet samt deres fælles ejerskab på den, for dem, mest hensigtsmæssige måde.⁶

Udgangspunktet efter selskabslovgivning er derfor også, at vejen ud af et selskab er ved en frivillig overdragelse af kapitalandele. I mindre selskaber vil situationen være den, at det er vanskeligt at finde udefrakommende købere, ligesom der ofte vil være omsætningsbegrænsninger herfor.⁷ Derfor synes den mest oplagte løsning på en konflikt at være et salg til en bestående kapitalejer. Det er dog langt

¹ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 558

² KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 568

³ Mette Neville, "A Statutory Buy-Out Right in SMEs - An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection?", *Nordic & European Company Law*, 2010., s. 249

⁴ Neville., s. 247

⁵ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 558

⁶ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 568

⁷ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 558

fra sikkert, at en kapitalejer er indforstået med at sælge sine kapitalandele til en anden kapitalejer, ligesom det ikke altid er sådan, at en kapitalejer ønsker af købe disse.⁸

Nogle konflikter bliver så optrappet, at disse bevirker, at selskabet ikke velfungerende kan fortsætte med den samme snævre ejerkreds. Konflikter kan i visse tilfælde blive så vidtgående, at de ikke længere alene vedrører parterne, men også er til skade for selskabet, andre ejere eller tredjemand.

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i en case, der bygger på en konkret problemstilling i et mindre dansk selskab, som undertegnede har haft kendskab til. Casen, som er nærmere uddybet straks nedenfor, omhandler en konflikt mellem en majoritetskapitalejer med 70 pct. ejerandel og en minoritetskapitalejer med 30 pct. ejerandel, hvori majoriteten ønsker at købe minoriteten ud. Formålet med afhandlingen er at belyse årsagen til, at konflikten ikke løses ved forhandling, samt hvorvidt dansk selskabslovgivning indeholder redskaber som kan bidrage hertil. Spørgsmålet bliver herefter om kapitalejere har reguleret deres fælles ejerskab af selskabet efficient, eller om de kunne have ageret anderledes for at afhjælpe en sådan konflikt.

1.2 Afhandlingens case

En fysisk person A stifter egenhændigt et aktieselskab, hvis formål er at videreudvikle samt forhandle en software. Selskabet oplever hurtigt succes og vækst, hvorfor der opstår et behov for yderligere kapital, således at selskabet kan fortsætte sin udvikling. A tillægger det stor betydning at finde en investor og partner som supplerer A's tekniske evner med en kommerciel forståelse, men som ikke blander sig unødvendigt i driften. A bliver enig med en privat investor B om at sælge 30 pct. af kapitalandelene i selskabet til denne. På tidspunktet for aftalen har alle kapitalandele i selskabet ens rettigheder, og selskabets vedtægter opfylder alene minimumskravene efter selskabslovens § 28. I forbindelse med overdragelsen bliver der indgået en simpel og standardiseret ejerftale mellem parterne.

I ejerftalen er der indsat følgende bestemmelser af relevans for afhandlingen:

1. En overdragelsesbestemmelse som regulerer, at såfremt en part ønsker at sælge sine kapitalandele i selskabet til tredjemand, har den anden part forkøbsret til den kurs, som en tredjemand har tilbudt

⁸ Erik Werlauff, *Selskabsret*, 10. udg. (København: Karnov Group, 2016), s. 408

for kapitalandelene. Ligeledes fremgår det af bestemmelsen, at ved enhver anden overgang af kapitalandelene, såsom retlig overgang, har den anden part en købsrets til disse.

2. En misligholdelsesbestemmelse der hjemler, at hvis en part handler i strid med aftalen, er den ikke-misligholdende part berettiget til at søge de dispositioner, til hvilken den misligholdende part var forpligtet, gennemført. Den ikke-misligholdende part er ligeså berettiget til erstatning i overensstemmelse med dansk rets almindelige regler.

3. En værnetingsbestemmelse som anfører, at enhver tvist som udspringende af eller med relation til ejeraftalen skal anlægges ved de almindelige domstole.

Efter overdragelse fortsætter væksten i selskabet, men der opstår mellem parterne en konflikt, som omhandler den fremtidige udvikling af selskabet samt om, hvis overhovedet, hvornår der skal ske en samlet exit. A, der anser selskabet som sit værk, ønsker ikke at sælge dette, hvorimod B ønsker, at de sammen skal foretage et salg. Konflikten spidser til, hvorfor A får foretaget en værdiansættelse af selskabet, således at A kan indlede en forhandling om at købe B ud. B nægter at sælge, også selvom A fremsætter tilbud, som er væsentligt over den værdiansatte pris. Forholdet mellem de to kapitalejere bliver herefter så tilspidset, at disse ikke længere kan kommunikere sagligt om selskabet. Stemningen mellem parterne bliver fjendsk, og B ønsker, ifølge A, at obstruere mest muligt for denne og selskabet. A forsøger efterfølgende at fremsætte flere tilbud på B's kapitalandele, men disse imødekommes ikke. B's hensigter kendes ikke, men der spekuleres fra A's side om, hvorvidt B's handlinger er et forsøg på enten at presse prisen op, få A til at sælge sine kapitalandele til denne eller gennemtvinge det samlede salg, som konflikten opstod ved.

1.3 Problemformulering

Nærværende afhandling behandler den problemstilling, at der i mindre kapitalselskaber ofte opstår konflikter, som parterne ikke inden deres fællesejerskab begyndte, havde taget højde for. Det ønskes derfor besvaret om det overhovedet er nødvendigt at regulere konflikter på forhånd, samt hvordan en sådan regulering bør være.

Formålet med afhandlingen er derfor at besvare følgende tredelte problemformulering:

- 1. Hvorfor kan konflikten mellem parterne i casen ikke løses ved forhandling?*

2. *Har en majoritetskapitalejer med 70 pct. ejerandel nogen mulighed for at tvangsindløse en minoritetskapitalejer med 30 pct. ejerandel efter dansk ret?*
3. *Hvordan burde parterne i casen have reguleret deres fællesejerskab for at løse konflikten efficient?*

1.4 Afgrænsning

Idet at der i afhandlingen tages udgangspunkt i en case, bevirker at hele afhandlingen alene vil belyse problemstillingen med afsæt i de fakta, som bliver anført i casen. Dette gør sig både gældende i forhold til relationen mellem parterne, de faktiske forhold i selskabet samt parternes ejeraftale. Afhandlingens formål er at belyse en konflikt, som formentlig ganske ofte opstår i mindre kapitalselskaber samt at fremkomme med konkrete forklaringer og løsninger hertil. Det er derfor hensigten, at afhandlingen skal bevæge sig udover rene teoretiske forklaringer og løsninger og i stedet forsøge at gøre disse virkelighedsnære. Selvom det forekommer relevant, er det uden for afhandlingens område at indsamle og anvende empiri til at teste validiteten af de fremsatte svar på problemformuleringen.

Helt konkret betyder dette, at selvom afhandlingen forsøger at modificere økonomiske teorier til at blive mere virkelighedstro, bliver der ikke anvendt, til formålet indhentet, data som understøttelse af modificering heraf. I stedet støttes modificeringen af hypoteser og undersøgelser som er fremsat i videnskabelige artikler. Der bliver ej heller foretaget fiktive beregninger, da formålet netop er en virkelighedstro skildring, og sådanne beregninger ville i høj grad være forbundet med utallige forbehold og antagelser samt rent gæteri. Dette gør sig både gældende i henholdsvis kapitel 3 og 5.

Udenfor afhandlingens område forekommer værdiansættelse af et unoteret kapitalselskab også. Afhandlingen vil dog enkelte steder komme med simple henvisninger hertil, da værdiansættelse spiller en væsentlig rolle i en, som skildret i casen, konflikt. En værdiansættelse forekommer relevant lige fra, hvorfor parterne ikke kan blive enige ved en forhandling til tvangsindløsning efter selskabsloven samt koncipering af en ejeraftale. En konkret værdiansættelse af selskabet i casen kræver dog en betydelig mængde data og er forbundet med en vis usikkerhed. En værdiansættelse af selskabet ville dog antageligt, såfremt det inden for afhandlingens omfang var muligt, have haft indvirkning på afhandlingens resultater.

Selvom det findes relevant, anvendes der kun i meget begrænset omfang udenlandsk ret. Tvangsindløsning har i andre lande, især Norge, fyldt en større rolle, hvorfor lovgiver i Danmark har kigget hertil ved koncipering af selskabsloven. I afhandlingen fremkommer der også, men alene i mindre grad, retspolitiske overvejelser, der foretages ej heller en analyse heraf fra en økonomisk synsvinkel. Afhandlingen skildrer ligeledes kun retshistorie i det omfang det bidrager til fastsættelsen af den nuværende retsstilling.

Det belyses kort, hvilke forskelle der er imellem regulering af et ejerforhold i vedtægterne kontra i en ejerftale, hvorefter der tages udgangspunkt i regulering i en ejerftale. Regulering i vedtægterne vil ikke vil blive behandlet særskilt. Ved fremsættelse af forslag til regulering i en ejerftale tages der alene afsæt i de bestemmelser af en ejerftale, som findes særligt relevante, hvorfor resten af bestemmelserne i en ejerftale ikke vil blive behandlet.

1.5 Metode

1.5.1 Økonomisk metode

Afhandlingens kapitel 3 har til formål at besvare, hvorfor parterne i afhandlingens case ikke ved forhandling kan opnå enighed om en overdragelse. I afhandlingen anvendes retsøkonomisk teori til at belyse, fra et nytte- og efficienssynspunkt, hvorfor parterne ikke kan opnå enighed.

Retsøkonomien, som en absolut økonomisk teori, synes at udspringe fra Ronald H. Coases artikel *The problem of the social Cost*⁹. I artiklen anlagde Coase en økonomisk vinkel, hvori transaktionsomkostninger var det grundlæggende element.¹⁰ Ud fra Coases artikel blev *Coase-teoremet* udviklet, hvilket afhandlingens økonomiske afsnit vil tage udgangspunkt i. *Coase-teoremet* anvendes med afsæt i neoklassisk teori, som anser aktører som profitoptimerede og fuldt rationelle, samt at disse har fuldinformation. Idet en succesfuld forhandling synes afhængig af parternes nytte, anvendes begrebet som måleenhed i vid udstrækning. Afhandlingen benytter en tilgang, hvorved en aktørs økonomiske adfærd kan betegnes som en allokering af tilgængelige ressourcer, der giver højst mulig nytte for

⁹ Ronald H. Coase, "The problem of the social cost", *The Journal of Law & Economics*, 3 (1960).

¹⁰ Christina D Tvarnø og Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 5. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2017)., s. 430

aktøren. Målet med forhandlingen er en *pareto-optimal* aftale, hvorved ingen af parterne kan opnå et bedre resultat.¹¹

I det at formålet med den økonomiske analyse er at besvare, hvorfor parterne ikke kan opnå enighed ved forhandling, bliver der foretaget en modificering af *Coase-teoremet* med afsæt i adfærdsøkonomisk teori. Teorien bygger på nyinstitutionel økonomisk teori, hvor aktørerne ikke har fuld information og er begrænset rationelle. I det centrale afsnit for forståelsen af, hvorfor parterne ikke kan opnå enighed, anvendes en kombination af Matthew Rabins artikel *Psychology and Economics*¹², som benytter psykologisk teori til at forklare, hvordan menneskers adfærd afviger fra de neoklassiske antagelser. I kollaboration hertil anvendes empiriske økonomiske undersøgelser fremført i videnskabelige artikler af bl.a. Daniel Kahneman og Amos Tversky, hvori forfatterne udviklede prospekt-teorien og teorien om *loss-aversion*.¹³

Samlet udgør kapitel 3 en forening af en række økonomiske teorier hvis formål er at belyse, hvorfor parterne ikke kan opnå enighed om en overdragelse. Idet den økonomiske analyse består af delelementer fra forskellige økonomiske teorier, hvilket primært stammer fra transaktionsomkostningsteorien og adfærdsøkonomiteorien, forekommer der i sagens natur en afvigelse på metodiske antagelser, som teorierne hver især anvender.

1.5.2 Juridisk metode

Afhandlingens kapitel 4 har til formål at fastlægge retstilstanden i Danmark vedrørende tvangsindløsning af en minoritetsejer, hvorfor den retsdogmatiske metode anvendes, da denne netop er kendetegnet ved det stærke samspil mellem teori og praksis.¹⁴ Formålet med den retsdogmatiske metode er at lokalisere og forene de relevante retskilder, hvorefter disse kan anvendes til at beskrive, analysere og fortolke gældende ret. En retsdogmatisk fortolkning indeholder altså en juridisk analyse, hvori de relevante retskilder analyseres og anvendes på den konkrete tvist. Den retsdogmatiske fortolkning er derfor en anvendelse af de foreliggende retskilder, som enhver, herunder domstolene, der skal afklare

¹¹ Tvarnø og Nielsen., s. 432f.

¹² Matthew Rabin, "Psychology and Economics", *Journal of Economic Literature*, 36.1 (1998), 11–46.

¹³ Se bl.a. Daniel Kahneman og Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47.2 (1979), 263–92. og Amos Tversky og Daniel Kahneman, "Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model", *The Quarterly Journal of Economics*, 106.4 (1991), 1039–61.

¹⁴ Jens Evald og Sten Schaumburg-Müller, *Retsfilosofi, retsvidenskab og retskildelære* (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2004), s. 212f.

en juridisk tvist følger. Således vil kyndige, i teorien, ved at benytte den juridiske metode, opnå samme opfattelse af gældende ret, idet disse har ens forforståelse og benytter samme fortolkningsmetode.¹⁵

Opgavens juridiske del indeholder to overordnede områder. Første del omhandler, hvordan en direkte anvendelse af bestemmelserne i selskabsloven kan benyttes ved tvangsindløsning af en kapitalejer. Anden del omhandler, hvordan regler i selskabsloven kan anvendes indirekte til at tvangsindløse en minoritetsejer med særligt fokus på, hvorvidt en sådan anvendelse er i strid med minoritetsbeskyttelsesreglerne.

I første del belyses selskabslovens regler om tvangsindløsning. Først afklares kort anvendelsen af SL § 70, hvorefter der fokuseres på SL § 362, stk. 3. Bestemmelsen fastlægger nogle kriterier som skal opfyldes, såfremt retten skal tvinge en kapitalejer til at sælge sine kapitalandele til de øvrige kapital ejere. Der opstilles ikke i bestemmelsen noget krav om, at der skal være tale om en majoritets- og minoritetsejer situation. Idet der ønskes en klarlæggelse af bestemmelsens anvendelsesområde, skal der først og fremmest kigges på dennes ordlyd. Dette skyldes at en lov som retskilde har en særlig rang i forhold til andre retskilder, hvorfor loven gælder forud for alle disse.¹⁶ En lov skal forstås som *”nedskrevne retsregler, der omfatter borgere, og som umiddelbart kan håndhæves ved domstolene.”*¹⁷ Selvom ordlyden af bestemmelsen fremsætter nogle kriterier, som skal være opfyldt før, at denne finder anvendelse, synes ordlyden ikke klart at fastlægge bestemmelsens anvendelsesområde. Det er således nødvendigt at anvende øvrige retskilder for at foretage en fyldestgørende belysning af anvendelsesområdet for SL § 362, stk. 3. Bestemmelsen blev første gang en del af dansk selskabslovgivning efter moderniseringen heraf ved indførelsen af selskabsloven i 2010. Indsættelsen af SL § 362, stk. 3 skete efter anbefaling fra Udvalget til Modernisering af Selskabsretten i en kommissionsbetænkning. En sådan kommissionsbetænkning indeholder oftest en gennemgang af gældende ret, en analyse af fornødne ændringer, en gennemgang af håndteringen i fremmedret samt forslag til, hvordan loven bør være.¹⁸ Idet at en objektiv fortolkning af bestemmelsen ikke synes mulig, foretages der i stedet en subjektiv fortolkning, hvorved der kigges til lovgivers vilje, som kommer til udtryk gennem forarbejderne til loven.¹⁹ Udover en fortolkning med afsæt i forarbejderne synes det relevant

¹⁵ Tvarnø og Nielsen., s. 29f.

¹⁶ Carsten Munk-Hansen, *Retsvidenskabsteori*, 2. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2018), s. 256

¹⁷ Munk-Hansen., s. 255

¹⁸ Tvarnø og Nielsen., s. 66

¹⁹ Tvarnø og Nielsen., s. 69

at kigge på retspraksis vedrørende bestemmelsen. Bestemmelsen er dog endnu ikke blevet anvendt i trykt dansk retspraksis, hvorfor der kigges til anden praksis som kan have relevans.

I anden del belyses det, hvorvidt en rettet emission til markedskurs jf. SL § 162, stk. 2 samt efterfølgende tvangsindløsning efter SL § 70 er i strid med generalklausulen i SL § 108. Problemstillingens synes at være, hvorvidt SL § 108 beskytter herimod. Dette skyldes, at lovgiver i høj grad har overladt det til retten at fastsætte anvendelsesområdet, da ordlyden af generalklausulen ikke udtømmende kan opliste de utallige muligheder, som ville kunne udgøre misbrug. Dermed synes den primære retskilde til belysningen heraf at være retspraksis. I den retsdogmatiske analyse vil der blive anvendt praksis fra Højesteret og landsretterne. Her kan der knyttes følgende kommentarer til anvendelse af retspraksis: Ved vurderingen af en retspraksis retskildemæssig værdi, synes det helt grundlæggende begreb at være præjudikat. En doms præjudikatsværdi afhænger af flere elementer. Vigtigst synes at være, hvilken instans der har afsagt dommen, men det bør bl.a. også tillægges vægt, om dommen er afsagt med dissens, samt hvor generel tvisten er, desto mere generelt desto større præjudikatsværdi.²⁰

Da hverken loven, forarbejderne eller retspraksis klart kan fastlægge gældende ret, i hverken del et eller to, anvendes der i høj grad igennem hele kapitel 4 juridisk litteratur som et værktøj til at belyse gældende ret. Selvom den juridiske litteratur ikke kan opfattes som en selvstændig retskilde i den traditionelle retskildelære, indgår denne i Eckhoffs²¹ *retskildekategorier*, hvorved den juridisk litteratur findes under *Rettsopfatninger*. Eckhoff mener, at den dømmende og lovgivende magt, i nogen udstrækning, bliver påvirket af den juridiske litteratur, idet de juridiske forfattere fremsætter deres standpunkter, argumentationer og materiale. Den juridiske litteratur som kilde kan også anvendes til at belyse områder, som hverken lovgiver eller domstolene har taget stilling til. Som udgangspunkt bør den juridiske litteratur dog tillægges lav retskildemæssig værdi.²² Andre forfattere, herunder Lone L. Hansen og Erik Welauff²³, er af den opfattelse, at den juridiske litteratur ikke kan betegnes som en retskilde. I stedet mener disse, at den juridiske litteratur er et særdeles nyttigt bidrag til forståelsen af juraen i alle aspekter. Forfatterne fremfører, at en retskilde kan betegnes som en kilde, der kan udgøre en hjemmel, og dette kriterium opfylder den juridiske litteratur ikke. Dog er Hansen og Welauff af samme opfattelse som Eckhoff i forhold til, at den dømmende og lovgivende magt finder inspiration

²⁰ Jens Evald, *Juridisk teori, metode og videnskab* (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2016), s. 104ff.

²¹ Beskrevet i Torstein Eckhoff, *Retskildelære* (Oslo, 1985).

²² Tvarnø og Nielsen., s. 387f.

²³ Fremset i Lone L. Hansen og Erik Welauff, *Den juridiske metode: En introduktion*, 2. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2016).

i den juridiske litteratur.²⁴ I manglen på øvrige kilder, anvendes den juridiske litteratur i høj grad i kapitel 4. For at opnå den mest nuancerede og korrekte belysning fremføres en række af de førende selskabsretslige forfatteres synspunkter.

Idet afhandlingens retsdogmatiske analyse er forbundet med en vis usikkerhed, fremkommer der i begrænset omfang retspolitiske overvejelser. Retsdogmatikken betegnes som *de lege lata*, altså hvad retstillingen er, hvorimod retspolitik betegnes som *de lege ferenda*, altså hvad retstillingen bør være. Retspolitikken anvendes til at prøve, om der er sammenhæng mellem retten og den menneskelige adfærd.²⁵ Da retstillingen ikke er ubetinget klarlagt, synes det oplagt at overveje hvordan denne, når den bliver klarlagt, bør være.

1.5.3 Integreret metode

Afhandlingens kapitel 5 har til formål at anvende en tværfaglig metode ved at kombinere juridiske og økonomiske kontraktteorier for at vurdere, hvordan parterne i casen burde have reguleret deres fælles ejerskab, inden konflikten opstod. Formålet med at anvende en tværfaglig tilgang til reguleringen af ejerskabet er at opstille konkrete bestemmelser, som i videst muligt omfang tilsigter at opstille en økonomisk efficient regulering, som tager højde for løsningen af konflikter inden de opstår. Den anbefalende regulering tager afsæt i, hvordan bestemmelserne bør konciperes fra en juridisk og økonomisk synsvinkel.

1.6 Struktur

Kapitel 1 var introduktionen til afhandlingen. Kapitlet havde til formål at præsentere læseren for afhandlingens emne, casen som afhandlingen er ombygget omkring, problemformuleringen, hvordan afhandlingen er afgrænset samt de metodiske betragtninger.

Kapitel 2 redegør for konflikter i mindre kapitalselskaber. Der redegøres helt lavpraktisk for definitionen af en konflikt, hvorefter det forklares, hvilke konsekvenser sådanne konflikter har i et mindre kapitalselskab.

²⁴ Hansen og Werlauff., s. 166

²⁵ Tvarnø og Nielsen., s. 445f.

Kapitel 3 belyser fra et økonomisk synspunkt, hvorfor parterne i casen ikke kan opnå enighed i en forhandling om overdragelse af B's kapitalandele. I kapitlet bliver der redegjort for de relevante teorier, hvorefter det med afsæt i disse analyseres og vurderes, hvorfor forhandlingen mislykkes.

Kapitel 4 har til formål at systematisere, beskrive, analysere samt vurdere, hvilke muligheder, hvis nogen overhovedet, der findes i dansk ret for, at en majoritetskapitalejer med 70 pct. ejerandel tvangsindløser en minoritetskapitalejer med 30 pct. ejerandel.

Kapitel 5 fremsætter en vurdering fra en både juridisk og økonomisk synsvinkel på, hvordan reguleringen af parternes fælles ejerskab bør konciperes mere efficient, således denne kunne anvendes som et redskab til at løse konflikten i casen.

Kapitel 6 er afhandlingens konklusion.

Kapitel 2 – Konflikter i mindre kapitalselskaber

Som påpeget er konflikter mellem kapitalejere akilleshælen for mindre kapitalselskaber.²⁶ Derfor havde Udvalget til Modernisering af Selskabsretten i udarbejdelsen af den nye selskabslov fra 2010 fokus på, hvilke mekanismer til konfliktløsning, der skulle indsættes i selskabslovgivningen, se nærmere herom i kapitel 4.²⁷ Empiriske studier viser, at konflikter mellem kapitalejere ganske ofte opstår grundet uenighed om den strategiske udvikling af selskabet. Hertil antages det hyppigt, at kapitalejeres eneste fokus er at profitmaksimere, men kapitalejere i små- og mellemstore selskaber lever ikke altid op til denne antagelse. Fokuset i disse selskaber er ofte at sikre kontrol og selvstændighed. Dette medfører et stort potentiale for konflikter mellem kapitalejerne, da disse ikke ved at fokusere på kontrol og selvstændighed har ens interesser. Ligeledes findes der alene et lille, hvis overhovedet noget, marked for en minoritetskapitalpost i et mindre unoteret kapitalselskab, hvori der foreligger en igangværende konflikt mellem de nuværende ejere.²⁸ En hovedårsag hertil er bl.a., hvilket også er tilfældet i afhandlingens case, at der findes omsætningsbegrænsninger i enten vedtægterne eller en ejeraftale.

Mange konflikter skyldes ofte relationen mellem parterne, men nogle konflikter udspringer, som nævnt ovenfor, også af hvilken retning ejerne ønsker at selskabet skal tage. I mindre kapitalselskaber er der ofte enighed i startfasen, men i takt med udviklingen kan der opstå konflikter om bl.a. driften af selskabet. Som også anført i afhandlingens case kan disse udvikle sig til en relationskonflikt, hvilket generelt er af mere alvorlig karakter. I neoklassisk økonomisk teori, som nærmere belyst i kapitel 2, handler alle økonomiske aktører med maksimum effektivitet, og derfor er kapitalejere *homo economicus*²⁹ som via rationelle handlinger allokerer tilgængelige ressourcer på en profitmaksimerende måde. Det synes ud fra denne hypotese svært at forklare, hvorfor konflikter mellem kapitalejere opstår over tid.³⁰ To undersøgelser foretaget af Håndværkerrådet³¹ i 2000 og af Rambøll og Forstædernes Bank i 2008 af små- og mellemstore virksomheder viste, at henholdsvis 11 pct. og 32,9 pct. af

²⁶ Neville., s. 247

²⁷ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., kapitel 16

²⁸ Neville., s. 247

²⁹ *Homo economicus* er betegnelse, som nogle økonomer bruger til at beskrive rationelle mennesker

³⁰ Neville., s. 252

³¹ Nuværende SMVDanmark

ejerne anførte, at det vigtigste for dem var vækst. Uanset at vækst ikke for alle er vigtigst, har vækst, alt andet lige, altid betydning.³²

2.1 Definitionen af konflikter

Idet konflikter spiller en væsentlig rolle i mindre kapitalselskaber, synes det relevant at belyse konfliktbegrebet mere generelt. Meget intuitivt definerer Vibeke Vindeløv konflikter som ”*Konflikter er uoverensstemmelser mellem to eller flere parter, der fremkalder spændinger i den enkelte eller mellem dem.*”³³ En konflikt kan opdeles i fem faser som forekommer, uanset blandt hvem konflikten eksisterer, eller hvilken karakter konflikten har. Faserne kan opdeles som: 1. Den skjulte konflikt, 2. Starten på den åbne konflikt, 3. Magtafbalancering, 4. Magtbalance og 5. Ny afbrydelse af ligevægt.³⁴ Forståelse af hvornår konflikter kan løses ved forhandling, og hvornår disse kræver civilproceslig indblanding er derfor vigtig. I takt med at en konflikt bliver mere intensiv, siges denne at eskalere. Selvom parterne i en konflikt ofte anser den anden som problemet, er sagen ofte den, at begge parter er skyld i eskaleringen. Eskaleringen af en konflikt, kan opstilles i en konfliktrappe med følgende syv trin:

Trin 1: Parterne erkender deres uenighed, parternes fokus er på emnet for konflikten og ikke den anden part.

Trin 2: Parterne begynder at opleve mistillid til den andens motiver. Parterne kan ikke længere skille personen og problemet ad, og opfatter derfor den anden part som årsagen til konflikten.

Trin 3: Parterne begynder at tolke tidligere og nuværende hændelse med afsæt i deres mistillid til hinanden. Der sker en øget generalisering og ansvaret for konflikten hviler alene på den anden part.

Trin 4: Kommunikation bliver uklar og undgået. Parterne beskriver den anden part negativt, og der er længere ikke fokus på, hvordan konflikten konstruktivt kan løses.

Trin 5: Parterne bliver projektioner, hvorved man ser det hos modparten, som man ikke vil erkende i sig selv. Begge parter er med til at holde gang i konflikten, og der kan ikke længere ses noget positivt ved modparten. Det eneste afgørende er nu at få ret.

³² Carsten Fode og Mette Neville, *SMV-bestyrelsen: Hele vejen rundt: Bestyrelsesarbejde i små og mellemstore virksomheder* (København: Karnov Group, 2018), s. 22f.

³³ Vibeke Vindeløv, *Konfliktmægling: En refleksiv model*, 3. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2013), s. 60

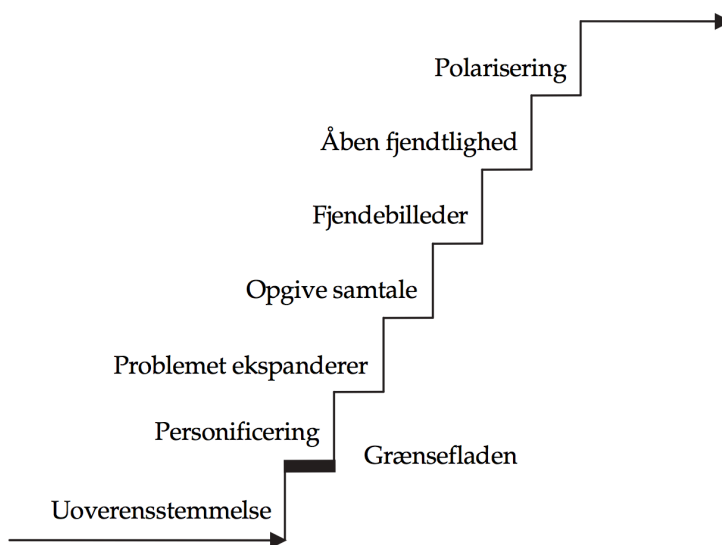
³⁴ Vindeløv., s. 65

Trin 6: Parterne bliver åbent fjendtlige. Modparten er en fjende, som skal skades fysisk og psykisk. Skaden bliver retfærdiggjort af ens fjendebillede.

Trin 7: Sameksistens er ikke længere muligt.³⁵

Trappen kan opstilles i en figur, som ses nedenfor:

Figur 1. Konflikttrappen



Kilde: Vindeløv. S. 84

Ud fra ovenstående opstillede definition af en konflikt synes det relevant at belyse, hvilken fase konflikten i casen befinder sig i, samt hvilket trin på konflikttrappen, den befinder sig på. Parternes konflikt synes at være i fase 2, hvorved disse forsøger at finde en intern magtbalance. A ønsker at benytte sin magt til at købe B ud, mens B ønsker at benytte sin magt til at blokere for A's køb og herved forblive i selskabet. På konflikttrappen befinder parternes konflikt sig mellem trin 4. Kommunikation er stort set opgivet, og parterne fokuserer i stedet på det negative ved den anden frem for, hvordan konflikten konstruktivt og ikke destruktivt kan løses. Der er ikke længere refleksion omkring årsager til konflikten.

³⁵ En nærmere beskrivelsen af Konflikttrappen fremgår af Vindeløv., s. 81ff.

2.2 Konsekvensen af konflikter

Konsekvenserne af en konflikt mellem kapitalejere kan i sagens natur have stor variation. I selskaber med en kontrollerende kapitalejer som A i casen, er der en risiko for, at majoritetsejeren vil forsøge at anvende sin indflydelse på bekostning af minoritetsejeren og til sin egen fordel. Dette er også årsagen til, at selskabslovgivningen indeholder regler som beskytter minoritetsejere mod misbrug af majoritetsejeres indflydelse, se nærmere herom i kapitel 4. I et selskab med to ejere, som hver især har 50 pct. opstår der såkaldte *deadlock* situationer, som medfører, at selskaber bliver handlingslammet. Selv i selskaber med 70/30 ejerskabsfordeling kan der opstå en form for deadlock, da mange ejerftaler indeholder en vetoet eller et krav om samtykke fra alle ejere ved betydelige beslutninger. Dette er dog ikke tilfældet i ejerftalen mellem A og B. I selskaber lig denne case, hvor den ene kapitalejer har kontrollen³⁶, tilsikrer majoritetsprincippet i selskabsloven at det, trods en konflikt, er muligt at foretage handlinger i selskabet, i hvert fald på den korte bane. Konflikten vil antageligt på sigt, alt andet lige, have en indvirkning på selskabet. Konsekvensen af en konflikt kan altså være, at minoritetsejeren mister nærmest al indflydelse i selskabet, hvorved denne nærmest magtesløst kan observere, at majoritetsejeren primært fokuserer på at sikre sin kontrol og indflydelse i selskabet fremfor vækst og profit.³⁷ En velkendt metode for majoritetsejere til at forsøge at tvinge minoritets-ejere ud af et selskab er ved en såkaldt *freeze-out*. Majoriteten fjerner hermed minoriteten fra ledelsen mv., ligesom majoriteten kan beslutte ikke at udbetale udbytte fra selskabet, hvorefter minoriteten potentielt ikke har råd til at beholde sine kapitalandele, og dermed bliver påtvunget at sælge.³⁸

³⁶ Kontrol defineres i dansk selskabsret som mere end 50 pct. af stemmerne

³⁷ Neville., s. 258ff.

³⁸ Jesper Lau Hansen, *Selskabsloven: De første 100 år*, 1. udg. (København, 2018), s. 167f.

Kapitel 3 – Parternes forhandling

I dette kapitel vil det blive belyst, hvorfor parterne ikke på markedsvilkår kan opnå enighed i forhandlingerne om et salg af B's kapitalandele til A. I casen blev der angivet nogle overvejelser om, hvad begrundelsen for de mislykkede forhandlinger kunne være. Nedenstående har til formål at give en uddybende belysning heraf fra et økonomisk synspunkt.

3.1 Prisdannelsen

Det helt primære stridspunkt i en forhandling er som oftest prisen. Derfor er det først og fremmest relevant at redegøre for, hvordan prisdannelsen sker på et marked. I den neoklassiske teori anføres det, at prisen på et marked dannes, hvor der er ligevægt mellem udbud og efterspørgsel. I teorien er denne prisdannelse optimal, når der på markedet er fuldkommen konkurrence. Fuldkommen konkurrence forekomme dog alene som et teoretisk begreb, idet en række betingelse skal være opfyldt. Betingelser omfatter bl.a. konstante priser, homogene produkter, samt fuld information.³⁹ I virkelighedens verden er det ikke realistisk at opstille absolut virkelighedstro udbudsfunktioner og efterspørgselsfunktioner, hvorefter skæringen mellem disse danner prisen. Værdiansættelsen som A har fået foretaget i casen sker derimod formentlig efter kapitalværdibaserede modeller såsom *discounted cash flow* modellen.⁴⁰ Selvom den neoklassiske teori ikke er komplet virkelighedstro, er de bagvedliggende tanker vigtige for forståelsen af prisdannelsen på et marked, herunder prisen for unoterede kapitalandele. En nærmere analyse af konkurrenceforholdene på marked samt værdiansættelsen af unoterede kapitalselskaber falder dog uden for denne afhandlings omfang.

Enkelte kommentarer synes dog relevante at knytte til disse områder. Selvom der i parternes ejeraftale er indsat en forkøbsret, er parten ikke begrænset af forkøbsretten i forhold til at opnå den højeste pris for kapitalandelene. Forkøbsretten betyder alene at en part kan opsøge den bedst mulige pris hos tredjemand, og såfremt den anden part ikke ønsker at matche denne pris, kan parten frit overdrage sine kapitalandele til tredjemanden. Det er ligeledes relevant at citere Udvalget til Modernisering af Selskabsretten, idet udvalget påpegede, hvilke omsætningsudfordringer der findes for kapitalandele, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked. Udvalget anførte at ”*Ønsker en deltager at træde ud af et selskab, er den forudsatte løsning i selskabslovene, at deltageren afhænder sin andel.*

³⁹ Erling Eide og Endre Stavang, *Rettsøkonomi*, 2. udg. (Oslo: Cappelen akademisk forlag, 2018), s. 84f.

⁴⁰ C. Petersen, T. Plenborg, og F. Schøler, ”Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?”, *Ledelse & Erhvervsøkonomi*, 70.3 (2006), 157–72., s. 157

I større selskaber med overvejende passive kapitalindskydere kan udtræden gennemføres ved salg af andelen. Dette gælder navnlig for selskaber, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked m.v. For de fleste mindre selskabers vedkommende synes der derimod at være almindelig enighed om, at der reelt ikke består en udtrædelsesmulighed gennem salg af andelen. Der vil sjældent være købere til denne, bortset fra de andre deltagere, der - hvis de overhovedet vil købe - kan presse (bestemme) prisen for andelen.”⁴¹. Selvom parterne principielt frit kan opsøge den bedst mulige pris for sine kapitalandele uden nogen umiddelbare restriktioner, er der angiveligt tale om et marked uden særlig konkurrence. Dette kan betyde, som også påpeget af udvalget, at den mest oplagte køber formentlig er en af de øvrige kapitalejere.

3.2 Rationel adfærd og konstante præferencer

Økonomiske hypoteser og modeller, der ønsker at beskrive menneskers adfærd, benytter ofte grundlæggende neoklassiske antagelser. Disse antagelser omfatter bl.a., at individer altid handler rationelt og har konstante præferencer. Rationel adfærd betyder, at mennesker foretager en afvejning af fordele og ulemper af potentielle handlingsmuligheder, hvorefter der træffes den disposition, som ud fra individets synspunkt, giver det optimale udfald, nærmere bestemt en optimering af sin egeninteresse ved at maksimere outputtet af sin nyttefunktion.⁴² I den økonomiske teori er en sådan optimering ofte ensbetydende med det udfald, som giver den højeste økonomiske værdi for individet. Et individs egeninteresse kan dog i mere eller mindre grad være præget af normer. Normer ses ofte i samfundet, hvor nogle handlinger findes ”forkerte”, hvilket kan betyde at individet er mere afholdende fra at foretage en sådan handling, end hvis normen ikke havde eksisteret. I retsøkonomien undlades hensynet til normer ofte, da hensyntagen til disse skaber en øget kompleksitet. Det antages ligeledes ofte i økonomiske analyser, at individers præferencer er konstante, hvorfor individers egeninteresse ikke ændrer sig over tid.⁴³

3.3 Coase-teoremet

*Coase-teoremet*⁴⁴ er en teori, som beskriver, hvornår fordeling via forhandling mellem to parter er bedre end ved anvendelse af lovens fordeling af rettigheder. Teorien anfører, at såfremt rettigheder

⁴¹ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 558f.

⁴² Eide og Stavang., s. 25

⁴³ Eide og Stavang., s. 86f.

⁴⁴ Udviklet med afsæt i værket *The Problem of Social Cost* (1960) af Professor Ronald H. Coase

er veldefinerede og der ingen transaktionsomkostninger er, vil parterne gennem forhandling, uafhængigt af den initiale fordeling af rettigheder, indgå en *Pareto-optimal*⁴⁵ aftale.⁴⁶ Parterne vil derfor, ifølge Coase, nå til enighed om en aftale, hvor kapitalandelene i selskabet ejes af den af parterne som værdisætter disse højst.

3.3.1 Transaktionsomkostninger

Da *Coase-teoremets* grundbetingelse er ingen transaktionsomkostninger, synes det relevant at definere begrebet nærmere. Transaktionsomkostninger omfatter tre slags omkostninger. Undersøgelsesomkostninger, forhandlingsomkostninger og kontrolomkostninger. Konsekvensen af transaktionsomkostninger er, at disse alt andet lige gør værdiskabelsen af en aftale mindre.⁴⁷

Set i lyset af casen er det relevant at analysere, hvilke transaktionsomkostninger, der er forbundet med forhandlingen mellem parterne. Først og fremmest kan der fremhæves nogle elementer i konflikten, som påvirker transaktionsomkostningerne. De forhold, som medfører høje transaktionsomkostninger, synes at være, at parternes relation er forholdsvis fjendtlige, samt at der alene findes det ene selskab. Til gengæld bør det trække transaktionsomkostninger ned, at der alene er de to parter i forhandlingen, samt at rettighederne er klare og enkle.⁴⁸ I forhold til undersøgelsesomkostninger synes disse, hvis overhovedet nogen, meget begrænset. Parterne ved allerede, at den anden part ejer de resterende kapitalandele i selskabet, idet disse ikke, jf. ejeraftalen, kan overdrages uden samtykke. Der er formentlig ikke meget værdi for B i at finde en alternativ køber, idet det klart må antages, at A værdisætter ejerskabet af hele selskabet højere, end nogen anden tredjemand vil betale for en minoritetskapitalandel i et selskab, hvor der er en nuværende konflikt med majoritetskapitalejeren. Hvad angår forhandlingsomkostninger kunne man forestille sig, at der ville være omkostninger forbundet med værdiansættelsen af selskabet. A har dog allerede fået foretaget en værdiansættelse i forbindelse med, at A ønskede at afgive et tilbud til B. Omkostninger for værdiansættelsen er derfor en *sunk costs*⁴⁹ for A, og disse har formentlig ingen rolle i forhandlingen med B. Forhandlingsomkostninger udgør ligeledes de omkostninger, som er forbundet med parternes samtaler samt udformning af en købsaftale.

⁴⁵ En Pareto-optimal aftale, er en aftale hvor ingen af parterne kan opnå et bedre resultat uden, at den anden part samtidig opnår et dårligere resultat

⁴⁶ Robert Cooter og Thomas Ulen, *Law and Economics*, 6. udg. (Berkeley: Berkeley Law Books, 2016), s. 85

⁴⁷ Eide og Stavang., s. 132ff.

⁴⁸ Cooter og Ulen., tabel 4.3 på s. 91

⁴⁹ Omkostninger som allerede er afholdt og dermed ikke kan genvindes

Der er antageligt ingen kontrolomkostninger forbundet med forhandlingerne, idet parternes relation vil være afsluttet efterfølgende.

Det er umuligt klart at fastsætte, hvilke samt hvor store transaktionsomkostninger, der er forbundet med forhandlingerne. I ovenstående vurdering er der elementer som trækker i begge retninger. Konsekvensen af disse transaktionsomkostninger er dog, ifølge Coases teori, at parterne ikke opnår det *Pareto-optimale* resultat.

3.3.2 Nytte som betingelse for en aftale

Ud fra ovenstående kunne man forklare den manglede aftale mellem parterne med den begrundelse, at B ikke ved at indgå en aftale med A opnår en større nytte, end denne har ved at beholde kapitalandelene. Der tages herved udgangspunkt i en klassik nyttefunktion på et givent tidspunkt t . B's nytte måles her alene for simpelhedens skyld ud fra størrelsen på dennes formue på tidspunktet, altså w_t . En købsaftale afhænger altså af, hvorvidt det er nyttemaksimerende for B at indgå aftalen.

3.3.3 Coase-teoremets praktiske anvendelse

Coases teori er utallige gange blevet kritiseret for sin anvendelse i praksis. Selvom to parter i en forhandling kunne se bort fra alle juridiske hindringer, er der altid nogle transaktionsomkostninger forbundet hermed. Mere generelt er det blevet udledt, at desto lavere transaktionsomkostninger, desto større sandsynlighed for, at en forhandling lykkes. Når transaktionsomkostningerne nærmer sig nul, bliver rettigheder mere effektivt omfordelt gennem aftaler, hvilket indebærer en mere efficient resourceallokering. Modsat får reglerne om rettigheder øget betydning for effekten af resourceallokeringen i takt med, at transaktionsomkostningerne stiger. A og B kan ikke nå til enighed, hvilket ifølge *Coase-teoremet* skyldes høje transaktionsomkostninger. Et sammenbrud af forhandlingen kan dog stadig betegnes som det mest efficiente udfald, såfremt transaktionsomkostningerne overstiger outputtet ved en aftale. Et efficient udfald af forhandlingerne er derfor ikke nødvendigvis det, hvor kapitalandelene ejes af den part som før forhandlingerne, værdisætter disse højest.⁵⁰

⁵⁰ Eide og Stavang., s. 144f.

3.4 Modificering af de neoklassiske antagelser og Coase-teoremet

3.4.1 Adfærdsøkonomi

Ovenfor blev det anført, at det ofte er en grundlæggende forudsætning i økonomisk teori, at individer handler rationelt, samt har konstante præferencer. Sammenbruddet af forhandlingerne mellem parterne i casen kan dog formentlig ikke begrundes med transaktionsomkostninger alene. Hvis A's tilbudte pris for kapitalandelene overstiger værdiansættelsen væsentlig, synes det svært at forestille sig, at transaktionsomkostninger skulle hindre en aftale. En mere virkelighedsnær model kan potentielt opstilles ved at benytte psykologisk teori. Den psykologiske teori beskæftiger sig med individers adfærdsmønstre, hvorfor denne kan bidrage ved belysningen af, hvordan mennesker afviger fra de klassiske antagelser.⁵¹ Hovedværket om adfærdsøkonomi blev skrevet af psykologerne Kahneman og Tversky⁵² i deres artikel om *prospekt teorien* fra 1979.⁵³

3.4.1.1 Inkonsekvent adfærd

Den grundlæggende antagelse om at mennesker altid handler rationelt synes ikke virkelighedsnær. Som anført i kapitel 2, er der ikke overensstemmelse mellem den grundlæggende neoklassiske antagelse om maksimal effektivitet, hvor alle kapitalejere er *homo economicus*, hvorfor disse med rationel adfærd profitmaksimerer. Dette virker ganske naturligt da kapitalejere, som både kan være fysiske og juridiske personer, ikke en heterogen gruppe, som alle deler samme målsætninger.⁵⁴ Igennem årene er der blevet opstillet hypoteser samt udført eksperimenter af adfærdspsykologer, hvis formål har været at begrunde sammenbruddet af antagelsen om rationel adfærd hos mennesker i økonomisk teori. En del af de udførte eksperimenter er opstillet omkring en hypotese, hvorefter en gruppe personer bliver bedt om at vælge mellem forskellige alternativer. Nedenfor vil flere af disse blive belyst med henblik på at forklare B's adfærd i forhandlingerne med A.

3.4.1.1.1 Anchoring

Anchoring er en teori, som beskriver, at når først mennesker har skabt en stærk hypotese, er disse ofte uvillige til at modtage ny information som modsiger denne.⁵⁵ Det er som udgangspunkt en rationel

⁵¹ Rabin., s. 11

⁵² Daniel Kahneman og Amos Tversky, "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk", *Econometrica*, 47.2 (1979), 263–92.

⁵³ Eide og Stavang., s. 617

⁵⁴ Neville., s. 256

⁵⁵ Rabin., s. 26

handling at fortolke ny uklar information med afsæt i tidligere viden og erfaringer for at agere optimalt på informationen. Til gengæld er det uhensigtsmæssigt at fortolke klar information med det bias at styrke ens overbevisning, hvortil information ikke er behørig. Ved en sådan brug af klar information risikerer man, at en hypotese bliver ufalsificerbar, hvilket medfører risiko for, at en af personerne i en forhandling anvender en falsk hypotese, og hermed bliver draget til at fortolke informationen på en måde, som ikke er korrekt.⁵⁶ Richard Nisbett og Lee Ross⁵⁷ argumenterede for at manglende evner til at forstå korrelationer korrekt, er en af de største mangler ved menneskers rationalesans, hvorfor mennesker ofte danner en korrelation mellem begivenheder, hvori der ingen korrelation er. I relation hertil argumenterer Dennis L. Jennings, Teresa M. Amabile, og Lee Ross⁵⁸, at illusoriske korrelationer spiller en vigtig rolle ved menneskers bekræftelse af falske hypoteser, da mennesker underdriver korrelationer, når disse ikke har nogen tidligere viden eller erfaring af tage afsæt i samt overdriver korrelationer, hvis de har en forudfattet hypotese herom.⁵⁹

I forhandlingen mellem parterne i casen kunne man forestille sig, at B har en hypotese om A's hensigter. B anvender herefter de informationer fra forhandlingen med A til at bekræfte sin hypotese. Hertil kunne det antages, at A's bud på kapitalandelene faktisk er et helt reelt bud, som ville blive accepteret af en uafhængig person, der ikke havde samme hypotese om A's hensigter, men at B skaber en korrelation mellem sin forestilling om A's hensigter og den tilbudte pris på kapitalandelene, selvom en sådan korrelation reelt er forkert.

3.4.1.1.2 Reciprok altruisme

Rationel adfærd beskrives ofte, i økonomiske modeller, som en optimering af egeninteresser. Adskillige studier har dog gennem årene modbevist tesen om, at personer alene ønsker at maksimere sit eget økonomiske output. I stedet er det blevet påvist, at personer kan opnå en større nytte, hvis der sker en fordeling mellem dem selv og andre. Der er i litteraturen blevet givet flere forskellige begrundelser for dette, hvoraf en af de mest fremtrædende er altruisme, hvilket betyder, at mennesker opnår nytte ved andre personers velvære. I stedet for at en persons nytte alene afhænger af størrelsen på personens

⁵⁶ Charles G. Lord, Lee Ross, og Mark R. Lepper, "Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence", *Journal of Personality and Social Psychology*, 37.11 (1979), 2098–2109., s. 2107

⁵⁷ Richard Nisbett og Lee Ross, "Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment", *Englewood Cliffs*, 1980.

⁵⁸ Dennis L. Jennings, Teresa M. Amabile, og Lee Ross, "Informal covariation assessment: Data-based vs. theory-based judgments", 1982.

⁵⁹ Rabin., s. 28ff.

egen indkomst, bør denne derfor også i nogle tilfælde tage højde for andres indkomst. En sådan nyttemodel kan opstilles som $u = (1 - p) \cdot w_1 + p \cdot w_2$, hvor w_1 er personens egen formue og w_2 er en eller fleres andre personers formue. Fordelingen mellem w_1 og w_2 afhænger af størrelsen af p . Værdien af p er $0 \leq p \leq 1$, hvilket betyder at desto tættere på 1, desto mere nytte opnår personen ved, at andres formue stiger relativt i forhold til personens egen formue.⁶⁰ Ligesom personer kan opnå nytte ved, at andres formue stiger, kan disse tilsvarende opnå en større nytte ved andres personers tab. Dette synes særdeles intuitivt, da de fleste kan nikke genkendende til, at hvis en person er god ved dig eller andre, er du tilbøjelig til at være god ved dem; hvis en person er ond ved dig eller andre, er du tilbøjelig til at være ond ved dem. Denne hypotese kan nærmere betegnes som *reciprok altruisme* eller gengældelsesprincippet. Motiverende bag reciprokke handlinger er ofte en vilje til at ofre noget for at skade andre. Begrundelsen for dette skal findes i menneskers retfærdighedssans, hvorved man ønsker at straffe andre, som har handlet urimeligt. En vigtig faktor i psykologien bag reciprocitet er, at mennesker handler ud fra andres motiver, og ikke kun ud fra deres handlinger. I forhold til *reciprok altruisme* afspejles dette i, at mennesker differentierer mellem gode handlinger, som er foretaget bevidst og gode handlinger som er foretaget ubevidst.⁶¹

Et interessant eksperiment i denne kontekst blev foretaget af Sally Blount⁶². I eksperimentet blev forskellige grupper af testpersoner adspurgt om deres villighed til at acceptere et *take-it or leave-it offer* angående fordelingen af \$10 mellem dem og en af de andre testpersoner. Hvis en af parterne ikke accepterede fordelingen, ville ingen af dem få nogen penge. Grupperne af testpersonerne fik herefter forskellige informationer om, hvem der havde fastsat fordelingen af pengene. Resultatet af eksperimentet viste, at de testpersoner som fik at vide, at fordelingen var tilfældigt genereret af en computer, var villige til at acceptere et langt lavere beløb, end de testpersoner som fik at vide, at fordelingen var foretaget af den anden person. Konklusionen var altså, at mennesker er mere villige til at lide et tab, hvis de på denne måde kan hævne sig på en som, i deres optik, har handlet urimeligt.

Set i lyset af casen synes *reciprok altruisme* at kunne supplere hypotesen om høje transaktionsomkostninger som begrundelse for, at parterne ikke kan blive enige i deres forhandling. Parternes relation er som beskrevet så trykket, at disse ikke længere har direkte kommunikation. B's nytte med

⁶⁰ Rabin., s. 17

⁶¹ Rabin., s. 22

⁶² Sally Blount, "When Social Outcomes Aren't Fair: The Effect of Causal Attributions on Preferences", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1995, 131–44.

hensyntagen til A's velstand kan derfor potentielt opstilles på tidspunkt t som $u_{Bt} = (1 - p) \cdot w_{Bt} - p \cdot w_{At}$. Hvor w_{Bt} er B's egen formue og w_{At} er A's formue på tidspunkt t . Således er B's nytte relativt faldende i takt med, at A's formue stiger. En aftale mellem parterne er derfor afhængig af størrelsen på p . Desto større p , desto mindre sandsynlighed for, at parterne kan nå til enighed. Teorien om *reciprok altruisme* bidrager altså til forståelsen af, hvorfor B's ikke ønsker at sælge sine kapitalandele til A, selvom den tilbudte pris, der overstiger værdiansættelsen, antageligt ville afstedkomme en aftale mellem to uafhængige parter.

3.4.1.2 Variable præferencer

At det i økonomiske analyser ofte antages, at individer har konstante præferencer synes ikke virkelighedstro. I takt med at individers forhold til andre udvikler sig, må det antages, at deres præferencer gør det samme. *Coase-teoremet* er derfor blevet kritiseret for at være statisk, da der ikke tages højde for de fremtidige effekter af forhandlinger mellem to parter. Så selvom teorien kan have sin berettigelse på kort sigt, vil denne blive undergravet på lang sigt.⁶³

I relation til casen kunne det betyde, at parternes relation til hinanden har ændret sig over tid. Da A og B i starten indgik deres samarbejde, havde de hver især en mening om den anden part og dermed også præference om, hvordan de ville tilgå en forhandling med denne. I den periode hvor de i fællesskab har ejet selskabet, har deres præferencer antageligt ændret sig. Man kunne forestille sig, at A's ønske om at købe B's kapitalandele har medført, at B's præferencer overfor A har ændret sig. Det medfører alt andet lige at i takt med forværringen af parternes relation, stiger B's reservationspris overfor A også. Der sker altså over tid en skævvridning af parternes nytte ved en aftale, hvilket medfører, at parterne ikke kan nå til enighed om en overdragelse.

3.4.1.3 Referenceniveauet

Beregningen af nytte kan ligeledes gøres mere virkelighedsnært, såfremt nytten gøres afhængig af et referenceniveau på det konkrete tidspunkt for forhandlingerne, r_t . Referenceniveauet bestemmes bl.a. ud fra faktorer som tidligere formue og forventet fremtidig formue. En sådan modificeret nytte skrives som $u_t = w_t \cdot r_t$, hvor r_t er præcis 1 i referencepunktet.⁶⁴

⁶³ Eide og Stavang., s. 141f.

⁶⁴ Rabin., s. 13

3.4.1.3.1 *The endowment effect*

En interessant betragtning angående referenceniveauet blev gjort i et eksperiment af Daniel Kahneman, Jack L. Knetsch, og Richard H. Thaler⁶⁵. Eksperimentet viste, at testpersonerne ikke ville betale et lige så stort beløb for at anskaffe en genstand, som det beløb de værdiansatte den samme genstand til, når de allerede ejede denne. En gruppe af testpersoner fik hver et gratis krus, hvorefter de kunne bytte kruset for et beløb. Testpersonerne skulle angive det beløb, de var villige til at bytte kruset for. En anden tilsvarende gruppe fik mulighed for at købe den samme slags krus. Denne gruppe skulle angive det beløb, de var villige til at købe kruset for. Resultatet af eksperimentet viste, at medianen af værdiansættelserne var \$7 for dem som skulle sælge kruset og kun \$3,5 for dem, som skulle købe det. Denne hypotese betegnes som *the endowment effect* og beskriver, at mennesker generelt værdisætter genstande, som de ejer højere, end hvis de skulle anskaffe en tilsvarende genstand. Forsøget er blevet gentaget med tilsvarende resultater.⁶⁶

3.4.1.3.2 *Loss aversion*

I en artikel af Tversky og Kahneman⁶⁷ har de udviklet teorien om *loss aversion*, som er en udvikling af prospektteorien⁶⁸ fra deres tidligere artikel. Teorien om *loss aversion* belyser forholdet mellem nytten af et tab og en gevinst af samme størrelse. Modellen anfører, at når det omhandler penge og andet, hvor størrelsen af tab og gevinster kan måles, værdiansætter personer moderate tab stort set dobbelt så højt som en gevinst af samme værdi. Se hertil også figur 1 nedenfor, hvori der ses en markant stejlere hældning for tab end for gevinster.

Teorien om *loss aversion* fremhæver, at en nyttefunktions hældning ændres ved forskellige referenceniveauer. Eksempelvis vil størstedelen af mennesker foretrække status quo ved en 50/50 chance for at tabe 10 kr. eller vinde 11 kr. En konkav nyttefunktion er altså ikke en troværdig forklaring på menneskers risikovillighed. Mere generelt formuleret er mennesker signifikant mere avers overfor risikoen for et tab, end de er attraheret til en gevinst af samme størrelse.⁶⁹

⁶⁵ Daniel Kahneman, Jack L. Knetsch, og Richard H. Thaler, "Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem", *Journal of Political Economy*, 98.6 (1990), 1325–48.

⁶⁶ Rabin., s. 14

⁶⁷ Amos Tversky og Daniel Kahneman, "Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model", *The Quarterly Journal of Economics*, 106.4 (1991), 1039–61.

⁶⁸ Prospekt teorien beskriver kort sagt, at identiske gevinster og tab værdisættes forskelligt

⁶⁹ Rabin., s. 14

3.4.1.3.3 *The status quo bias*

En anden interessant teori er det såkaldte *status quo bias*. Tesen definerer, at individer ofte foretrækker status quo overfor en ændring, som medfører et tab af noget, som er udlignet af noget andet. Tesen er blevet bevist i flere eksperimenter, bl.a. af Knetsch⁷⁰. I eksperimentet blev testpersonerne tilfældigt tildelt enten et krus eller noget slik. Testpersonerne blev efterfølgende tilbudt muligheden for bytte sit krus til slikket og omvendt. Resultatet viste, at 90 pct., uanset hvilken genstand de var blevet tildelt, ikke ønskede at bytte. Eksperimentet viste altså, at de to grupper af testpersoner antageligt have præferencer som var afledt af den oprindelige tildeling.⁷¹

3.4.1.3.4 *Diminishing sensitivity*

I Tversky og Kahnemans artikel fra 1979 udviklede forfatterne prospektteorien ud fra bl.a. tesen om *diminishing sensitivity*⁷², som er en vigtig faktor i referenceniveauet. Teorien om *diminishing sensitivity* bidrager til forståelsen af menneskers adfærd. Teorien beskriver, at den marginale effekt af ændringer i personers nytte er størst for ændringer tæt på personens referenceniveau end ændringer længere herfra. Kahneman og Tverskys anførte som et eksempel, at i et spil russisk roulette bliver en spiller tilbudt muligheden for at fjerne en patron fra den ladte pistol mod betaling. I eksemplet anføres spørgsmålet om, hvorvidt personen ville betale det samme beløb for at reducere antallet af patroner fra fire til tre, som personen ville for at fjerne antallet af patroner fra en til nul. Kahneman og Tverskys anførte hertil, at størstedelen af alle mennesker ville være villige til at betale et langt større beløb for at reducere sandsynligheden for at dø fra 1/6 til nul, end for at reducere sandsynligheden fra 4/6 til 3/6. Dette skyldes, at spillerens referenceniveau før spillet er en meget lav sandsynlighed for at dø.⁷³

Overført til en mere relevant kontekst beskriver tesen om *diminishing sensitivity*, at hældningen på en nyttefunktion bliver fladere i takt med, at personens nytte bevæger sig væk fra referenceniveauet.⁷⁴ Hvis referenceniveauet alene tog hensyn til *diminishing sensitivity* ville funktionen være symmetrisk for både tab og gevinster. Medregnes *loss aversion* heri fås et mere virkelighedsnært billede. En sådan funktion er illustreret nedenfor. Figuren viser, at hældningen på funktionen er stejlest i referenceniveauet, hvorefter den bliver fladere. Figuren viser ligeledes, som også anført ovenfor om *loss*

⁷⁰ Jack L. Knetsch, "The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves", *The American Economic Review*, 79.5 (1989), 1277–84.

⁷¹ Knetsch., s. 1278f.

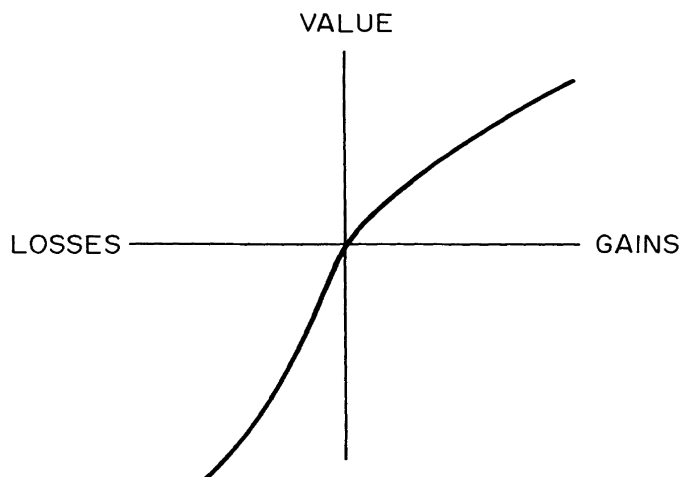
⁷² Kahneman og Tverskys navngav først teorien i deres artikel om *loss aversion* fra 1991

⁷³ Kahneman og Tversky (1979)., s. 283

⁷⁴ Rabin., s. 15

aversion, at værdifaldet af et tab er markant højere end værdistigningen af en gevinst af samme størrelse.

Figur 1 – Hypotetisk nyttefunktion



Kilde: Tversky og Kahneman (1979). S. 279

3.4.1.3.5 Referenceniveauet i afhandlingens case

Set i forhold til casen er tilføjelsen af et referenceniveau i den klassiske nyttefunktion yderst interessant. I realiteten kunne man forestille sig at B, med afsæt i teorierne om *the endowment effect* og *the status quo bias*, værdisætter kapitalandele særligt højt i forhold til markedsprisen, da B allerede ejer disse. Hvad angår tesen om *loss aversion* synes denne, overført til afhandlingens case, at belyse hvorfor B, trods en gevinst nu og her, ikke ønsker at sælge sine kapitalandele. Hvis B har en forventning om, at værdien af kapitalandelene potentielt set kan overstige den af A tilbudte pris, bevirker dette, at selvom der på aftaletidspunktet *de facto* er tale om en gevinst, anser B denne risiko for en værdistigning, som overstiger aftaleprisen, som et ”tab”. *Loss aversion* kan altså betyde, at en gevinst nu og her giver mindre nytte, end udsigten til en potentiel værdistigning i fremtiden. Teorien om *diminishing sensitivity*, kan ikke direkte overføres til afhandlingens case, da betydningen heraf afhænger af, hvor stor en del af B’s samlede formue, som ejerskabet i selskabet udgør, men de bagvedlæggende tanker forekommer relevante.

3.4.1.4 Adfærdsøkonomien berettigelse i retsøkonomien

Siden adfærdsøkonomien første gang kritiserede de klassiske økonomiske antagelser, har nogle økonomer forsøgt at nedtone betydningen af adfærdsøkonomi for klassisk økonomisk teori. Nogle af

disse kritikpunkter omhandler bl.a., at testpersonerne i en række af de opsatte eksperimenter ikke var tilstrækkeligt motiveret til at handle ud fra de økonomiske forudsætninger, eller at den observerede adfærd formentlig er uden relevans i den markedsopsætning, som økonomer anvender. Hertil anfører *Rabin*, at det er hans overbevisning, at disse kritikpunkter skyldes ukendskab til detaljerne af den adfærdsøkonomiske forskning, hvorfor han håber at i takt med, at økonomers kendskab til forskningen bliver større, vil disse kritikpunkter fordufte. *Rabin* påpeger dog, at det åbenlyst ikke er alt psykologisk forskning, der kan bekræftes af data eller for den sags skyld er af relevans for økonomisk teori.⁷⁵ Erling Eide og Endre Stavang synes ikke helt enige heri. De anfører således, at laboratorieeksperimenter i sagens natur er kunstige, og at der derfor kan diskuteres i, hvilken grad disse stemmer overens med virkeligheden. Hertil påpeger de, at nogle af eksperimenterne er blevet forsøgt testet mod data om faktisk adfærd. Nogle er blevet bekræftet, men der findes også eksempler på forskningsresultater, som skyldes en svag metodisk tilgang eller ren og skær tilfældigheder.⁷⁶

Der er således markante uenigheder omkring anvendelsen af adfærdsteori i retsøkonomien. Nogle er af den opfattelse, at bl.a. rationale hypotesen fra adfærdsteori helt bør erstatte den neoklassiske økonomiske antagelse om rationel adfærd. Andre mener blot, mere moderat, at adfærdsøkonomien bør anvendes som supplerende af de neoklassiske antagelser. Det er svært at forestille sig, at adfærdsøkonomien fuldstændigt skulle erstatte de neoklassiske antagelser, idet størstedelen af forskningen består af eksperimenter og empiriske studier uden et samlet teoretisk grundlag. Derimod er den neoklassiske økonomiske teori blevet testet på talrige måder og er i hovedpunkterne blevet bevist som en dækkende fremstilling af virkeligheden. Det synes altså mest logisk at anvende adfærdsteorien som en supplerende til de traditionelle antagelser og analyser.⁷⁷ I denne afhandling er netop denne tilgang til adfærdsøkonomien blevet anvendt. Teorierne synes at supplere de neoklassiske antagelser og *Coase-teoremet*, og adfærdsøkonomien har derfor sin berettigelse i analysen af, hvorfor parterne i afhandlingens case ikke kan nå til enighed ved en forhandling.

3.4.2 Usikkerheder

Parter i en forhandlingssituation, som den i casen, er stillet overfor en række usikkerheder, som antageligt har betydning for deres ageren. Nogle af disse usikkerheder skyldes bl.a. asymmetrisk

⁷⁵ *Rabin.*, s. 41

⁷⁶ Eide og Stavang., s. 628

⁷⁷ Eide og Stavang., s. 629ff.

information og forskellige langsigtede forventninger mellem parterne. Parterne er nødt til at handle uden med sikkerhed at vide, hvordan forhandlingen udvikler sig, samt hvilke konsekvenser deres handlinger har.

3.4.2.1 Valg under usikkerhed

Inden det belyses, hvilke usikkerheder, som er relevante for forhandlingen i casen, er det nødvendigt at klarlægge, hvordan mennesker foretager valg under usikkerhed. En helt grundlæggende model om valg under usikkerhed kan opstilles som, at en handling kan medføre et antal forskellige udfald. Disse udfald kan betegnes X . Hver enkelt udfald har sandsynligheden P , hvor $0 \leq P \leq 1$. Den forventede værdi af en handling kan derfor opstilles som $P_1X_1 + P_2X_2 + \dots + P_nX_n$.⁷⁸

Set i forhold til afhandlingens case kan der opstilles følgende handlinger: B kan sælge sine kapitalandele til A, hvorved der kun er ét udfald, som har sandsynligheden 1. Den anden handling som B kan foretage er at beholde kapitalandelene. Ved denne handling er der umiddelbart tre mulige udfald, men en summeret sandsynlighed på 1. Kursen på kapitalandele kan forblive uændret, stige eller falde. Ud fra disse to handlinger kan der for hvert opstilles en forventet værdi, hvor B alt andet lige ville vælge den højeste. Dog har B's risikoprofil en rolle, desto mere risiko avers, desto større sandsynlighed for at tage den sikre gevinst; desto mere risikovillig, desto større sandsynlighed for at vælge det usikre, men med en mulighed for at opnå en større gevinst. Ud fra disse observationer kan B's manglende vilje til at sælge forklares på to måder. Såfremt værdien af de to handlinger er ens, må B betegnes som risikovillig, da en risikoavers person ville tage det sikre resultat. En anden mulig forklaring er dog, at B's forventede værdi er højere ved at beholde kapitalandelene.

3.4.2.2 Forhandlingsstrategi

Et element som indgår i alle forhandlinger, men som Coase ikke tager højde for, er parternes forhandlingsstrategi. Forhandlingsstrategier er måder, hvorpå parterne ved at ændre deres handlemåde kan flytte på udfaldet af forhandlingen. Nogle aktører forhandler alene med det formål at maksimere sin egen nytte nu og her, mens andre er mere kompromissøgende og samarbejdsvillige med det formål bl.a. at opnå en større gevinst på sigt. Alt efter hvilke forhandlingsstrategier parterne hver især benytter, påvirker dette alt andet lige den samlede profit samt allokeringen af denne. I en forhandlingssituation, som den i afhandlingens case, har parterne bl.a. mulighed for at virke modvillige, give

⁷⁸ Eide og Stavang., s. 120ff.

ufuldstændige eller falske oplysninger, true med handlinger med skadende handlinger eller sågar nægte al forhandling. Disse forhandlingsstrategier medfører højere transaktionsomkostninger, således at der bliver mindre profit til fordeling mellem parterne. Uanset at disse forhandlingsstrategier formentlig ikke altid stemmer overens med teorien om rationel adfærd, kan en part af flere årsager konkludere at strategien er den optimale for denne. Dette skyldes, at en parts handlinger altid vil være påvirket af en antagelse om den andens parts strategi. Antagelser er i sagens natur usikre, hvorfor udfaldet af forskellige strategier også vil være forbundet med usikkerhed.⁷⁹

A og B har derfor formentlig besluttet sig for, hvilke forhandlingsstrategier disse vil benytte i forhandlingen, og denne strategi er fastlagt ud fra en vurdering af transaktionsomkostningerne, den anden parts strategi, forholdet til anden part samt en afvejning af den potentielle gevinst ved de mulige udfald.

3.4.2.3 Asymmetrisk information

Et andet usikkerhedselement, som oftest vil være tilstede i en forhandling, er asymmetrisk information. Asymmetrisk information betegner, at parterne i en forhandling, ofte ligger inde med information, som den anden part ikke har. Asymmetrisk information medfører ulighed mellem parterne, da disse potentielt har vidt forskellig viden og tanker om nutiden og fremtiden.⁸⁰ Nedenfor vil det blive belyst, hvilke områder parterne potentielt kan have asymmetrisk information omkring.

3.4.2.3.1 Værdien af kapitalandelene

Selvom A har fået foretaget en objektiv værdiansættelse af kapitalandele i selskabet, kan denne være forbundet med stor usikkerhed, idet der er tale om kapitalandele, som ikke tidligere har været handlet. Parterne kan potentielt ligge inde med en særegen viden om markedet, hvorpå selskabet opererer. Informationerne kan parten holde skjult og hermed forsøge at opnå en gevinst på bekostning af den anden part. Parterne kan ligeledes have en subjektiv og hermed usaglig holdning til kapitalandelenes værdi, hvilket kan forklares med teorien om *the endowment effect*, som beskrevet ovenfor.

⁷⁹ Eide og Stavang., s. 140f.

⁸⁰ Eide og Stavang., s. 533

3.4.2.3.2 Langsigtede forventninger

En oplagt begrundelse til at parterne er ude af stand til at opnå enighed i forhandlingen, er deres langsigtede forventning om udviklingen af kursen på kapitalandelene. Ligesom en part kan have særligt kendskab til markedet, kan parten også have viden om eksempelvis potentielle købere. En årsag til, at B ikke ønsker at sælge kan være, at B har kendskab til, at der i fremtiden findes en køber, som potentielt ville betale en kurs væsentlig over den af A tilbudte.

3.4.2.3.3 Antagelse om andres viden

En anden årsag til at B ikke ønsker at sælge sine kapitalandele kunne være, at B tror, at A ligger inde med informationer, som B ikke har kendskab til. Disse informationer kunne, som anført ovenfor, bl.a. være en unik viden om markedet samt kendskab til mulige fremtidige købere. B har således potentielt en formodning om, at A forsøger at drage fordel af den asymmetriske information mellem parterne, hvorfor B ikke ønsker at sælge grundet en frygt for at misse en gevinst i fremtiden.

3.5 Parternes mislykkede forhandlinger

I dette kapitel er der blevet redegjort for centrale begreber samt foretaget en analyse og vurdering af, hvorfor parterne i afhandlingens case ikke kan nå til enighed i deres forhandling. Med afsæt i *Coase-teoremet* kan sammenbruddet begrundes med størrelsen af de transaktionsomkostninger, som er forbundet med forhandlingen. Selvom det ikke kan udelukkes, at transaktionsomkostninger alene er årsagen til den mislykkede forhandling, da det ikke er muligt klart at fastsætte størrelsen på disse, synes dette ikke alene at kunne begrunde sammenbruddet. En supplerende begrundelse forekommer i den adfærdsøkonomiske teori. Først og fremmest kan adfærdsøkonomien anvendes til at modificere den klassiske antagelse om rationel adfærd, hvorved særligt hypoteserne om *anchoring* og *reciprok altruisme* har betydning.

Anchoring påpeger, at B potentielt har opstillet nogle antagelser om A's hensigter, og at B derfor bliver fastlåst til disse antagelser, selvom de reelt ikke er overensstemmende med virkeligheden. *Reciprok altruisme* synes at kunne forklare, at selvom den tilbudte pris fra A ville bevirke en aftale mellem to uafhængige parter, er dette ikke tilfældet mellem A og B, da B muligvis opnår en højere nytte i takt med, at A mister nytte. En anden vigtig modifikation som adfærdsøkonomien bidrager med er, at et individs nytte afhænger af dennes referenceniveau. Referenceniveauet kan forklare, hvorfor B personligt værdiansætter kapitalandelene højere end markedsprisen, samt at muligheden

for en potentiel gevinst i fremtiden betyder, at en mindre gevinst nu og her opfattes som en form for tab. Der synes også at være en række usikkerheder forbundet med parternes forhandling. Disse usikkerheder skyldes primært værdiansættelsen, forhandlingsstrategier samt parternes informationer.

Følgende kan helt generelt opstilles for, hvornår parterne ville blive enige om et salg ved forhandling: Helt grundlæggende vil en aftale blive indgået såfremt begge parter opnår en større nytte på tidspunktet for overdragelsen af kapitalandelene, end hvis der ikke sker en overdragelse. En helt virkelignende nytteformel er ikke mulig at opstille, da det ikke er muligt at tage højde for alle variabler, som ville indgå i denne. Nytteformlen ville dog skulle afhænge af bl.a. de forskellige elementer, som er anført i dette kapitel.

Kapitel 4 - Muligheder for tvangsindløsning efter dansk ret

Enhver person som ejer kapitalandele i et dansk registreret selskab, uanset nationalitet, kan udøve og påberåbe sig de rettigheder, som selskabsloven hjemler. Ligeledes er alle kapitalejere også forpligtet efter selskabslovens regler.⁸¹ Når en kapitalejer har indbetalt det tegnede beløb, har denne ikke yderligere forpligtelser. Kapitalejeren har alene ret, men ikke pligt til at deltage i generalforsamlingen. Hvis kapitalejeren ønsker at udøve sin indflydelse i selskabet, kan denne som udgangspunkt forfølge egne interesser⁸² forudsat, at en sådan udøvelse sker i overensstemmelse med selskabslovens regler samt de almindelige retsgrundsætninger i selskabsretten.⁸³

Hovedreglen i dansk ret er, at kapitalandele ikke er indløselige, jf. SL § 48, medmindre andet følger af lovgivningen. Ved indløsning forstås, at en eller flere kapitalejere har ret til at erhverve de pågældende kapitalandele mod betaling.⁸⁴ Dermed må en kapitalejer, der ønsker at skille sig af med en anden kapitalejer, som udgangspunkt købe dennes kapitalandele til en pris, hvor den anden kapitalejer frivilligt ønsker at overdrage disse. Der vil i praksis dog, som også fremført i casen og kapitel 3, opstå situationer hvor kapitalejerne ikke frivilligt kan blive enige om en overdragelse. Derfor indeholder selskabsloven enkelte undtagelser til denne hovedregel, som findes i SL § 70, SL § 73, SL § 110 og SL § 362, stk. 2 og 3. Nedenfor vil fokus primært være på SL § 362, stk. 3, da kun denne bestemmelse har afgørende relevans for afhandlingens case. Derudover vil det blive belyst om en majoritetskapitalejer med 70 pct. ejerandel med hjemmel i selskabslovens øvrige regler potentielt kan tvangsindløse en minoritetskapitalejer med 30 pct.

4.1 SL § 70

Den eneste klart definerede bestemmelse til at tvangsindløse en kapitalejer forekommer i SL § 70. Heraf fremgår det, at hvis en kapitalejer ejer mere end 9/10 af kapitalandelene i et selskab, og har denne kapitalejer en tilsvarende del af stemmerne, kan kapitalejeren tvangsindløse de øvrige minoritetsejere, såfremt en række formaliteter overholdes. Rationalet bag SL § 70 er, at et mindretal af kapitalejere som ejer under 1/10 af kapitalandelene reelt er uden indflydelse i selskabet, såfremt en

⁸¹ Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret: Kapitalselskaber*, 13. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2017), s. 155

⁸² Dette er omdiskuteret i teorien, se bl.a. note 23 på s. 442 i Paul Krüger Andersen.

⁸³ Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber: aktie- og anpartsselskabsret*, 8. udg. (København: Karnov Group, 2017), s. 152

⁸⁴ Jens Valdemar Krenchel og Søren Friis Hansen, *Dansk selskabsret 2* (København: Karnov Group, 2014), s. 227

enkelt majoritetsejer besidder den resterende andel. Bestemmelsen er således et hensyn til majoritetsejeren, da det kan være forbundet med komplikationer, såfremt denne skal tage hensyn til en række minoritetsejere. Reglen er til for, at en majoritetsejer af bl.a. strukturmæssige grunde kan tvangsindløse en eller flere minoritetsaktionærer. Ligeledes er det relevant, at majoritetsejerens tvangsindløsningsret i SL § 70 er komplementeret af SL § 73 der hjemler, at en minoritetsejer med under 1/10 har en ret til at blive indløst, såfremt en majoritetsejer ejer over 9/10 af selskabet.⁸⁵ Således er SL § 70 ikke ment som et konfliktløsningsredskab, men derimod en bestemmelse der skal gøre det nemmere for en majoritetsejer, der stort set har eneindflydelse i selskabet. Derudover er den gensidige mulighed for en minoritetsejer en vigtig begrundelse for bestemmelsen. Tvangsindløsning efter SL § 70 kræver ingen begrundelse.

Det kan ligeledes påpeges, at SL § 70 ikke kan fraviges til skade for minoritetsejeren. Dette blev klarlagt i UfR 2007.2546 Ø, hvor landsretten udtalte, at bestemmelsen ikke kan fraviges gennem en vedtægtsændring efter ASL § 79, stk. 2, nr. 3⁸⁶. Såfremt vedtægtsændringen indebærer en forrykkelse af retsforholdet mellem kapitalejerne, skal den tiltrædes af alle kapitalejere hvis retsstilling forringes.⁸⁷

Idet bestemmelsen kræver 9/10 ejerandel, kan denne ikke umiddelbart anvendes af A til at tvangsindløse B, dog kan bestemmelsen anvendes såfremt A, med hjemmel i øvrige regler, kan skaffe sig 9/10 ejerandel, se nærmere herom nedenfor.

4.2 SL § 362

SL § 362 angiver, hvilke rettigheder kapitalejere, selskabet eller tredjemand har i tilfælde af, at en kapitalejer forsætligt eller groft uagtsomt har påført selskabet, andre kapitalejere eller tredjemand et tab. Bestemmelsen er opdelt således stk. 1 hjemler, at tab skal erstattes, mens stk. 2 og 3 hjemler, at den skadelidte i stedet for eller sammen med erstatning efter stk. 1 kan kræve, at den skadevoldende kapitalejer indløser den skadelidtes kapitalandele eller overdrager sine kapitalandele til denne. SL § 362 finder ganske undtagelsesvis anvendelse, og bestemmelsen er formentlig mere påtænkt som et

⁸⁵ Erik Werlauff, "Tvangsindløsning af minoritetsaktionærer efter frivilligt eller pligtmæssigt tilbud", *Ugeskrift for Retsvæsen*, 2016, 1–5., s. 1

⁸⁶ Svarende til den nuværende SL § 107, stk. 2, nr. 3

⁸⁷ Peer Schaumburg-Müller og Bernhard Gomard, *Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde*, 8. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2015), S. 227f.

værn mod, at en kapitalejer ikke foretager ansvarspådragende handlinger, da sådanne efter SL § 362 kan medføre vidtrækkende konsekvenser. Det helt klare udgangspunkt er, at der ikke kan stilles yderligere krav til en kapitalejer, når denne har indbetalt beløbet for sine kapitalandele. I udgangspunktet er en kapitalejer altså fri for alt øvrigt ansvar for selskabets forpligtelser. Udover at kapitalejerne ikke kan stilles til ansvar for selskabets forpligtelser, har disse, som påpeget ovenfor, ej heller nogen pligt til at møde på generalforsamlingen. Således er der ingen pligt til at stemme, og en kapitalejer kan derfor som udgangspunkt forholde sig fuldstændig passivt. Heraf kan det udledes, at en kapitalejer derfor ingen pligt har til at fremme selskabets interesser, og en kapitalejer kan derfor umiddelbart frit konkurrere med selskabet, dog må der ikke misbruges, hvad der kan kategoriseres som selskabets forretningshemmeligheder. En kapitalejer må, som nærmere gennemgået nedenfor, ikke skaffe sig en utilbørlig fordel på bekostning af andre kapitalejere eller selskabet. Dertil kommer det, at en kapitalejer hvis denne i kraft af et særligt indflydelsesforhold medvirker til at disponere således, at selskabet påføres et tab, vil dette være i strid med lighedssætning i SL § 45 og i nogen tilfælde med generalklausulen i § 108, se ligeledes nærmere herom nedenfor.⁸⁸

Da det ofte kan være forbundet med vanskeligheder at påvise, hvilket tab den skadelidte kapitalejer er blevet påført, har lovgiver lovfæstet yderligere muligheder end erstatning i stk. 2 og 3. Bestemmelserne hjemler muligheder for ændringer i ejerkredsen som et værn mod fremtidigt misbrug. Set i lyset af casen er det alene SL § 362, stk. 3, som findes relevant.

4.2.1 SL § 362, stk. 3

4.2.1.1 Kommisionsbetænkning nr. 1498/2008

SL 362, stk. 3 blev indsat i den ”nye” selskabslov⁸⁹ efter anbefaling fra Udvalget til Modernisering af Selskabsretten i kommissionsbetænkning nr. 1498/2008. Udvalget havde i betænkningens kapitel 16 fokus på tvistløsning i kapitalselskaber. I introduktionen til kapitlet blev det anført, at der i alle slags selskaber kan opstå konflikter. Udvalget påpegede dog, at konflikter især opstår i mindre kapitalselskaber, som i 2008 udgjorde 95 pct. af alle regnskabspligtige selskaber, da disse ejes af en snæver personkreds, hvor tæt samarbejde kan være et kriterium. Udvalget fremhævede, at disse selskaber havde aftalefrihed, hvorfor salg af kapitalandele ofte var forbundet med anselige begrænsninger, men

⁸⁸ Lars Bunch og Søren Corfixsen Whitt, *Selskabsloven med kommentarer*, 3. udgave (København: Karnov Group), s. 1640ff.

⁸⁹ Lov 2009-06-12 nr. 470 om aktie- og anpartsselskaber

at der således også var frihed til at regulere konfliktløsningsmetoder. Hertil blev det dog konkluderet, at der kunne være adskillige begrundelser for, hvorfor der ikke blev aftalt sådanne metoder. En af disse årsager kunne bl.a. være manglende kyndig rådgivning ved stiftelsen.⁹⁰ Hertil anførte udvalget at ”Selvom der ikke foreligger danske undersøgelser herom, tyder meget på, at det snarere er undtagelsen end hovedreglen, at der er udarbejdet en individuel aktionær-/anpartshaveraftale. [...] Heller ikke i de tilfælde, hvor der foreligger en aktionær/anpartshaveraftale, giver denne altid sikkerhed for, at der er fastlagt en egnet konfliktløsningsmodel.”⁹¹. Udvalget gennemgik herefter gældende ret, hvortil det blev anført, at ”Aktionærer/anpartshavere, der er uenige i en sådan grad, at selskabet trues af konflikten, er som udgangspunkt henvist til at søge sagen løst via retssystemet. En løsning via retssystemet kan medføre, at selskabet lider skade i form af f.eks. dårlig omtale og manglende fokus på driften af virksomheden under tvisten. I praksis ender mange selskaber med at blive tvangsopløst, ofte som følge af, at ejerne ikke kan blive enige om at få aflagt en årsrapport.”⁹².

Kommissionsbetænkningen indeholder en række overvejelser, som udvalget foretog i forhold til konfliktløsningsmekanismer i selskabslovgivningen. Udvalget lagde for disse overvejelser til grund, med henvisning til et notat udarbejdet af Noe Munck og Søren Friis Hansen, at over 50 pct. af alle aktieselskaber er små eller mindre, hvoraf 80-90 pct. af disse alene har en, to eller tre ejere. Ligesom at anpartsselskaber primært er henvendt til en snæver kreds af ejere. Udvalget anførte, at det kunne argumenteres for, at konfliktløsning bedst var egnet til aftalefortolkning, som domstolene også kan foretage. Alligevel foreslog udvalget, at der i selskabsloven skulle indsættes regler om ”indløsningsret/eksklusionsret”, som et middel til at løse fastlåste konfliktsituationer. Det blev dog påpeget, at udgangspunktet ved en konflikt, uanset disse regler, er frivillig afståelse. Der var i udvalget dog uenighed om, hvordan sådanne regler skulle udformes. Uenigheden bestod i, hvorvidt reglerne om ”indløsningsret/eksklusionsret” af en kapitalejer skulle være principbaseret i stil med generalklausulerne og den allerede eksisterende regel om erstatning (nuværende SL § 362, stk. 1), eller om reglerne skulle opliste en række kvalificerede tilfælde, hvorved domstolene kunne ”indløse/ekskludere” en kapitalejer. Flertallet fandt det hensigtsmæssigt at indsætte reglerne i sammenhæng med reglerne om erstatning for kapitalejere, da det efter deres opfattelse ikke var hensigtsmæssigt at nedskrive en opstilling af tilfælde, da konflikterne ofte er for forskelligartede. Mindretallet fandt derimod, at det burde være klart beskrevet, hvordan en kapitalejer kan forlade et selskab, samt hvilke muligheder der

⁹⁰ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 558f.

⁹¹ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 559

⁹² KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 560

foreligger for tvangsindløsning. Mindretallet var hermed fortalere for regler svarende til reglerne herom i norsk ret.⁹³

4.2.1.2 Anvendelsesområdet for SL § 362, stk. 3

I klarlæggelsen af om A med hjemmel i SL § 362, stk. 3 ville kunne anlægge en retssag med henblik på at få tvangsoverdraget B's kapitalandele, er det relevant at vurdere, hvilke situationer bestemmelsen finder anvendelse på. Af bestemmelsens ordlyd kan der udledes to klare krav.

Der skal først og fremmest være tale om et forsætligt eller groft uagtsomt tab som er påført selskabet, andre kapitalejere eller tredjemand. Ansvarsnormen heri knytter sig til den almindelige culperegulering.⁹⁴ Derudover er kravet om grov uagtsomhed en lempelse i forhold til SL § 361, der hjemler ansvaret for ledelsen, hvoraf der alene kræves uagtsomhed. Det andet krav er, at der i øvrigt er fare for fortsat misbrug, hvorefter det skal kunne bevises, at den forsætlige eller groft uagtsomme handling potentielt vil forekomme igen.

Da bestemmelsen endnu ikke i trykt retspraksis har været påberåbt, har flere teoretikere i litteraturen givet udtryk for hvilke situationer, de mener, at bestemmelsen potentielt finder anvendelse på. Per Schaumburg-Müller og Bernhard Gomard skiver således følgende *”Ansvar for en kapitalejer forudsætter, at kapitalejeren alene eller sammen med andre har grebet aktivt ind i virksomheden og bidraget til at gennemtrumfe en disposition, som er ulovlig eller uforsvarlig, f.eks. fordi den i strid med SL § 108 skaffer nogle kapitalejere en utilbørlig fordel på selskabets bekostning”*⁹⁵. I stil hermed skriver Paul Krüger Andersen, at *”Erstatningsreglen i SL § 362 vil navnlig kunne tænkes anvendt i »hovedaktionærselskaber«, herunder i koncernforhold, hvor adskillelsen mellem ledelse og generalforsamling udviskes. Der skal således dokumenteres både aktuelt og potentielt misbrug og tab. Den ikke så sjældent forekommende situation, hvor dette ikke er muligt, men hvor der alligevel er alvorlige og langvarige modsætningsforhold mellem kapitalejerne, kan ikke løses ved de nævnte regler.”*⁹⁶.

A kan teoretisk anlægge en retssag mod B med hjemmel i SL § 362, stk. 3, hvorefter A kræver B tvangsindløst fra selskabet. Dog synes det ovenfor anførte angående en kapitalejers pligter samt det i

⁹³ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 568ff.

⁹⁴ Schaumburg-Müller og Gomard., s. 92

⁹⁵ Schaumburg-Müller og Gomard., s. 635

⁹⁶ Paul Krüger Andersen., s. 530

litteraturen anførte om bestemmelsens anvendelsesområde at bevirke, at A ikke ville kunne få medhold i en sådan retssag. Selvom at A opfatter Bs handlinger som obstruerende, påfører disse formentlig ingen direkte og målbar skade på A eller selskabet, der ville berettige bestemmelsens anvendelse. Tværtimod synes litteraturen at påpege, at det nærmere ville være B, som kunne påberåbe sig bestemmelsen, såfremt A misbruger sin majoritetspost i selskabet.

4.3 Rettet emission til markedskurs efterfulgt af tvangsindløsning

Da ingen bestemmelser i selskabsloven direkte synes at kunne anvendes som løsning på konflikten, bør det overvejes, hvilke andre muligheder selskabsloven opstiller for at tvangsindløse en minoritets-ejer. En sådan mulighed findes potentielt ved at foretage en rettet emission til markedskurs, hvor majoritetsejeren efterfølgende besidder over 9/10 af kapitalandelene og herved kan tvangsindløse minoritetsejeren med hjemmel i SL § 70. Nedenfor vil denne metode blive belyst.

SL § 162, stk. 1, 1 pkt. hjemler, at ved enhver kontant forhøjelse af selskabskapitalen har alle kapitalejerne som udgangspunkt ret til forholdsmæssig tegning af de nye kapitalandele. Da der kun er tale om en ret for de eksisterende kapitalejere, har disse derfor ingen pligt til at deltage i en kontant forhøjelse. Kapitalejerne kan ligeledes vælge at deltage delvist.⁹⁷ Selvom retten til forholdsmæssig tegning er hovedreglen, er fortegningsretten ikke en individualret som kan påberåbes i alle tilfælde. Der er således tale om en afvejning af hensynet til den enkelte kapitalejers interesse i at kunne bevare sin forholdsmæssige andel af selskabet over for selskabets interesse i at kunne få nye kapitalejere.⁹⁸ Derfor er der i SL § 162, stk. 2 indsat muligheden for, at der på generalformsaling kan besluttes at fravige fortegningsretten i SL § 162, stk. 1, 1 pkt. Det behørig majoritetskrav afhænger af to parametre;

- 1) Sker kapitalforhøjelsen til markeds- eller favørkurs og
- 2) Sker fravigelsen til fordel for en eller flere eksisterende kapitalejere.

Hvis kapitalforhøjelsen sker til markedskurs kan fravigelsen af eksisterende kapitalejere ske med dobbelt 2/3 flertal, altså skal beslutningen tiltrædes af mindst 2/3 såvel af de stemmer, som er afgivet, som af den del af selskabskapitalen, der er repræsenteret på generalforsamlingen jf. SL § 106. Fler-talskravet gælder uanset om fravigelse sker til fordel for eksisterende kapitalejere eller andre. Hvis kapitalforhøjelsen sker til favørkurs, afhænger majoritetskravet derimod af, hvem fravigelse af

⁹⁷ Bunch og Whitt., s. 697

⁹⁸ Christensen., s. 373-374

fortegningsretten sker til fordel for. Tildeles en tegningsret til favørkurs tredjemand eller alle eksisterende kapitalejere, kræver en sådan beslutning dobbelt 9/10 flertal jf. SL § 107, stk. 2. Tildeles tegningsretten til favørkurs alene specifikke eksisterende kapitalejere, kræves der, jf. lighedsgrundsætningen i SL § 45, enstemmighed da der er tale om direkte forskelsbehandling.⁹⁹ Kapitalforhøjelser, som er rettet mod en bestemt kapitalejer eller tredjemand jf. SL § 162, stk. 2, kaldes også for rettede emissioner.

Ud fra ovenstående har majoritetsejeren A med 70 pct. af stemmerne, som udgangspunkt mulighed for at foretage en rettet emission i selskabet mod sig selv til markedskurs med henblik på at opnå over 9/10 ejerandel.

4.3.1 Lighedsgrundsætningen

4.3.1.1 Retshistorisk perspektiv

Årsagen til at selskabslovens indeholder bestemmelser om, at kapitalejere har ret til forholdsmæssig tegning af nye kapitalandele er, at kapitalejere skal have mulighed for at beskytte sit forholdsmæssige ejerskab samt sine rettigheder i selskabet.¹⁰⁰ Ud fra et økonomisk synspunkt har den forbigående kapitalejer stadig det samme antal kapitalandele, hvilket udgør samme værdi som før emissionen. En fravigelse af eksisterende kapitalejere med sædvanlig vedtægtsændringsmajoritet til markedskurs synes således alene at beskytte kapitalejernes økonomiske interesse, men ikke deres forvaltningsmæssige interesser. I praksis kan beskyttelsen efter SL § 162, stk. 1 forekomme illusorisk, da alle kapitalejere ikke, til enhver tid, har den fornødne kapital til at tegne sin forholdsmæssige andel i en kapitalforhøjelse. Fra lovgivers synsvinkel giver beskyttelsen dog altid en teoretisk mulighed for at tegne en forholdsmæssig andel og dermed undgå udvanding. Lovgiver synes derfor at udtrykke, at det er et legitimt beskyttelseshensyn at sikre en kapitalejer mod udvanding.¹⁰¹

Det har gennem tiden været omdiskuteret, hvorvidt rettede emissioner til nuværende kapitalejere er i strid med lighedsgrundsætningen, som er lovfæstet i den nuværende SL § 45, og hvoraf det fremgår, at alle kapitalandele har lige ret i selskabet. Frem til 1973 var der ingen lovfæstet fortægningsret for nuværende kapitalejere, og i den juridiske litteratur antog man derfor også, at en fortægningsret, der

⁹⁹ Bunch og Whitt., s. 700

¹⁰⁰ Betænkning af 1969 nr. 540 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, s.82

¹⁰¹ Ole Nørgaard, Sarah Weber, og Peter Langsted, "Rettede emissioner til markedskurs som majoritetsmisbrug", *Ugeskrift for Retsvæsen*, 2013, 163–73., s.163f

forrykker det indbyrdes forhold mellem ejerne ville være i strid med lighedsgrundsætningen.¹⁰² I 1973 blev der foretaget en lovfæstelse af fortegningsretten som byggede på to betænkninger fra henholdsvis 1964¹⁰³ og 1969¹⁰⁴. Af betænkningen fra 1964 fremgik det, at der blev indført en deklarativ hovedregel om, at ældre aktionærer havde fortrinsret til tegning af nye aktier i forhold til deres hidtidige aktiebesiddelse. En fravigelse af denne regel kunne bestemmes med almindelig vedtægtsmajoritet, hvis fravigelsen omfattede samtlige eksisterende aktionærer.¹⁰⁵ I betænkningen fra 1969 blev denne tilgang bekræftet og uddybet, det blev således anført, at fortegningsretten har den betydning, at aktionærerne får mulighed for at bibeholde sin forholdsmæssige andel og indflydelse i selskabet.¹⁰⁶

Det var derfor, i hvert fald frem til 1973, lovgivers opfattelse at lighedsgrundsætningen også beskyttede kapitalejernes forvaltningsmæssige interesser, således disse ikke skulle tolerere en forrykkelse i den forholdsmæssige ejerandel ved en rettet emission til andre nuværende kapitalejere. Retstilstanden ændrede sig tilsyneladende ved ændringerne af aktieselskabsloven i 1982. Af den nye aktieselskabslov fremgik det af ASL § 30, stk. 1, at nuværende kapitalejere havde fortegningsret ved ”enhver” forhøjelse af kapitalen. Således var retstillingen i 1982 tilsyneladende stadig, at rettede emissioner til en nuværende kapitalejer var i strid med lighedsgrundsætningen, med mindre andet blev besluttet ved enstemmighed. Retstilstanden medførte en vis kritik.¹⁰⁷ Det blev af Schaumburg-Müller anført, at en retstilstand hvor der var krav om enstemmighed, også selvom beslutningen ubestridt var til gavn for selskabet, var i direkte modstrid med den almindeligt anerkendte selskabsretlige grundsætning om at fremme selskabets interesse.¹⁰⁸ I 1992 blev ASL § 30, stk. 1 ændret. I bemærkningerne til lovforslaget fra 1992 fremgik det bl.a. også, at ”en beslutning om konkret fravigelse af fortegningsretten ved kontantemission foreslås at kunne træffes med to tredjedele såvel af de afgivne stemmer som af den repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital, også hvor fravigelse sker til fordel for en enkelt eller enkelte aktionærer”.¹⁰⁹ Aktieselskabsloven af 1992 medførte dermed et skifte af retstilstanden i forholdet mellem kapitalejernes fortegningsret og lighedsgrundsætningen.

¹⁰² Kristian Sindballe, *Dansk Selskabsret III*, 1932, s. 81f. og Henrik Bertel Krenche, *Håndbog i dansk aktieret*, 1954, s. 99

¹⁰³ Betænkning nr. 362 af 1964 om revision af aktieselskabslovgivningen

¹⁰⁴ Betænkning nr. 540 af 1969

¹⁰⁵ Betænkning nr. 362 af 1964, s. 97

¹⁰⁶ Betænkning nr. 540 af 1969, s. 81

¹⁰⁷ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 164f

¹⁰⁸ Per Schaumburg-Müller, ”Afvigelse af fortegningsretten i aktieselskabsloven”, *Ugeskrift for Retsvæsen*, 1987, 270.

¹⁰⁹ Jf. bemærkningerne til nr. 30 i Forslag til lov om ændring af lov om aktieselskaber, lov om anpartsselskaber og lov om visse selskabers aflæggelse af årsregnskab m.v., LFF 1992-10-28 nr. 61.

4.3.1.2 Nuværende retstilstand

Skiftet i 1992 er forsat et udtryk for retstilstanden i dag, hvor SL § 162 er en videreførelse heraf. Lighedsgrundsætningen i SL § 45 må anses som værende absolut, hvilket betyder, at benyttelsen af denne ikke er betinget af noget egnetheds- eller urimelighedskrav. Dermed kan lighedsgrundsætningen i den nuværende retstilstand ikke finde anvendelse ved rettede emissioner til nuværende kapitalejere, så længe emissionen sker til markedskurs, og dette må gælde uanset hvilke hensigter, der måtte ligge bag dispositionen. Den forrykkelse af den forvaltningsmæssige indflydelse der sker mellem kapitalejerne ved en rettet emission til en af de nuværende kapitalejere, er en naturlig følge af en sådan beslutning.¹¹⁰

I artikel *UfR 2013B.163*¹¹¹ rettes der en undren over forholdet mellem SL § 162, stk. 2, SL § 107, stk. 2, nr. 1 og SL § 45, da dette resulterer i, at en kapitalejers økonomiske interesser i rigelig grad beskyttes, mens dennes forvaltningsmæssige interesse i at beholde sin forholdsmæssige andel kan prigsives af 2/3 af kapitalejerne. Ud fra et forvaltningsmæssigt synspunkt er der, når 2/3 af stemmerne ejes af den samme ejer, reelt ingen forskel på at eje henholdsvis 33,32 % og eksempelvis 10% af stemmerne, men der er en fatal forskel på at eje henholdsvis 33,32% og 9,9% af stemmerne, idet SL § 70 herefter kan anvendes.

Som anført ovenfor har A med mere en 2/3 stemmerne og kapitalen i selskabet mulighed for at gennemføre en rettet emission til sig selv, såfremt A kan rejse den nødvendige kapital. Ved en sådan disposition, kan A udvande B's ejerandel i en sådan grad, at B's forholdsmæssige ejerandel nedbringes til mindre end 1/10, hvorefter A kan tvangsindløse B og dermed igen kontrollere selskabet 100%. Lighedsgrundsætning i SL § 45 er ikke til hinder for dette.

4.3.2 Generalklausulen i SL § 108

Selvom en rettet emission til markedskurs til en nuværende kapitalejer umiddelbart lovligt kan foretages efter selskabsloven, må dispositionen ikke stride med den såkaldte selskabsretlige generalklausul i SL § 108. Bestemmelsen hjemler, at der ikke på generalforsamlingen må træffes beslutninger, som åbenbart er egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre

¹¹⁰ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 165f.

¹¹¹ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 166

kapitalejerens eller kapitalselskabet bekostning. I litteraturen sammenlignes generalklausulen også med AFTL § 36, der eksempelvis kan finde anvendelse på vedtægterne.¹¹²

Generalklausulen blev først lovfæstet i selskabslovene i 1973, men før dette tidspunkt var det også anerkendt, at der gjaldt en ikke-lovfæstet minoritetsbeskyttelse.¹¹³ Bestemmelsen var tænkt som en kodificering af den praksis, der havde udviklet sig ved domstolene inden 1973. I UfR 1921.250 H udtalte Højesteret bl.a. ”*hvorved en Majoritet af Aktionærer misbruger deres talmæssige Overvægt til at skaffe sig en Fordel paa Minoritetens Bekostning, at være ugyldige, og Udfaldet af Sagen maa herefter bero paa, om der i det foreliggende Tilfælde maa anses at foreligge et saadant Misbrug fra Majoritetens Side*”. Den ældre retspraksis har stadig en vis vejledende præcedens for generalklausulens anvendelse i dag.¹¹⁴

Ordlyden af SL § 108 stiller et krav om, at en beslutning skal være ”åbenbar”, hvilket betyder, at beslutningen skal være en klar urimelig udøvelse af indflydelse. Ligeledes kræves det, at dispositionen er ”egnet” til at skaffe en kapitalejer eller andre en ”utilbørlig fordel”. Således indeholder klausulen et egnethedskrav, hvilket indebærer, at det ikke er en betingelse for at bringe bestemmelsen i anvendelse, at den begunstige kapitalejer subjektivt finder beslutningen ”utilbørlig”. I ”utilbørlig fordel” forstås, at der utvivlsomt skal være tale om urimelighed.¹¹⁵ Generalklausulen er derfor møntet på, at en part skal være begunstiget, således at denne ikke finder anvendelse i rene chikanetilfælde.¹¹⁶ Det er i lyset af ovenstående relevant at vurdere, hvordan frasen ”fordel” skal defineres. I kommission betænkningen til selskabsloven blev følgende anført i de specielle bemærkninger til § 108, ”*Kravet om en »fordel« medfører også, at der skal foreligge en formueforskydning, der opnås helt eller delvist vederlagsfrit.*”¹¹⁷. Spørgsmålet er derfor, om generalklausulen alene yder beskyttelse af økonomiske interesser, hvorfor SL § 108 ikke kan finde anvendelse på en rettet emission til markedskurs, eller om denne også yder beskyttelse af forvaltningsmæssige interesser.

Dette er i så fald afgørende for, hvorvidt B kan påberåbe sig generalklausulen, såfremt A igangsætter en udvanding af B’s forholdsmæssige ejerandel til markedskurs ved en rettet emission.

¹¹² Se bl.a. Christensen., s. 165-166 og Schaumburg-Müller og Gomard., s. 423

¹¹³ Christensen., s. 165

¹¹⁴ Krenchel og Hansen., s. 190

¹¹⁵ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 875

¹¹⁶ Christensen., s. 166

¹¹⁷ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 875f.

4.3.2.1 Forvaltningsmæssige interesser

Spørgsmålet om SL § 108's anvendelse på andre tilfælde, end hvor en kapitalejers økonomiske interesse bliver krænket, synes derfor helt afgørende.

4.3.2.1.1 Retspraksis

Spørgsmålet om lovligheden af en rettet emission til markedskurs efter § 162, stk. 2 samt efterfølgende tvangsindløsning efter SL § 70 er formentlig aldrig blevet forelagt de danske domstole. Dog er minoritetsbeskyttelsen i generalklausulen både før og efter dennes lovfæstelse blevet påberåbt i praksis. Som tidligere påpeget har ældre retspraksis formentligt, grundet den begrænsede retspraksis på området, stadig vejledende præcedens for generalklausulens anvendelse.

I UfR 1921.250 H, som kort omtalt ovenfor, tog Højesteret stilling til lovligheden af en egenhændig beslutning af en majoritetskapitalejer om likvidation af et selskab samt efterfølgende overdragelse af aktiviteten til sig selv. Beslutningen var truffet med det fornødne flertal efter vedtægterne. Minoritetsejerne påstod beslutningen ugyldiggjort med henvisning til, at indløsningskursen var vilkårligt valgt, da det var majoritetsaktionæren, der havde fastsat denne. Højesteret stadfæstede Sø- og handelsrettens dom, men henvisning til, at vederlaget gav fuld dækning for aktiernes reelle værdi. Sø- og handelsretten udtalte i sine præmisser;

”Selvom Aktieselskabsloven ikke indeholder Bestemmelser derom, findes dog ifølge Sagens Natur Beslutninger, hvorved en Majoritet af Aktionærer misbruger deres talmæssige Overvægt til at skaffe sig en Fordel paa Minoritetens Bekostning, at være ugyldige, og Udfaldet af Sagen maa herefter bero paa, om der i det foreliggende Tilfælde maa anses at foreligge et saadant Misbrug fra Majoritetens Side [...], at det Aktionærene tilbødte Vederlag af 560 pCt er højere end nogen i de senere Aar for Selskabets Aktier noteret Kurs, findes der ikke Grund til at antage, at det tilbødte Vederlag er for ringe. Idet der herefter ikke skønnes at være Føje til at kende de omhandlede Beslutninger af Generalforsamlingen ugyldige, vil de Indstævnte være at frifinde.”

Retterne nåede således frem til, at selvom majoriteten havde overdraget al aktiviteten til sig selv, havde majoritetskapitalejeren ikke opnået en fordel på bekostning af minoritetskapitalejeren, idet

likvidationsprovenu havde udgjort markedskursen som minimum. Domstolene synes således alene at yde beskyttelse af minoritetskapitalejernes økonomiske interesser.

I løbet af 1930'erne blev domstolene forelagt spørgsmål om majoritetsmisbrug i flere tilfælde. Særligt omstændighederne i UfR 1930.349 Ø og UfR 1934.1081 V synes interessante i forhold til udvanding af en minoritets forholdsmæssige ejerandel. I dommene fandt landsretterne ikke grundlag for at til-sidesætte beslutninger om emissioner, hvis grundlæggende formål var at cementere majoritetens forholdsmæssige ejerandele.¹¹⁸ Dommene blev dog afsagt i en periode, hvor bestående kapitalejere i forbindelse med kapitalforhøjelser ingen lovfæstet fortegningsret havde, hvilket også klart fremgik af Østre Landsrets præmisser i UfR 1930.349 Ø. Derudover var fortegningsretten klart indskrevet i vedtægerne hos selskabet i UfR 1934.1081 V. Da den nuværende selskabslov åbenlyst har lovfæstet kapitalejeres fortegningsret, har dommene formentlig i dag en begrænset præjudikatsværdi.¹¹⁹

Selvom en rettet emission til markedskurs for at tvinge en minoritetskapitalejer under 1/10 grænsen samt efterfølgende tvangsindløsning aldrig er blevet forelagt domstolene samlet, er problemstillingerne selvstændigt blevet anlagt hver især.

I UfR 1991.180 H blev Højesteret forelagt spørgsmålet om lovligheden af en generalforsamlings beslutning i en bank angående en kapitaludvidelse på 48 mio. kr., hvilket var mere end en fordobling af kapitalen. Kapitalforhøjelsen var fordelt på 28 mio. kr. til bestående ejere, 19 mio. kr. til tredjemand og 1 millioner kr. til medarbejderne. To minoritetsejere nedlagde påstand om, at generalforsamlingens beslutning alene var gennemført med det formål at fratage dem indflydelse, hvilket ifølge dem var utilbørligt og i strid med aktieselskabslovens generalklausul i den daværende ASL § 80. Sagen var den, at de pågældende minoritetsaktionærer havde opkøbt en så væsentlig andel af aktierne, at disse kunne blokere for emissionen. Da en væsentlig del heraf dog ikke havde været noteret i selskabets ejerbog i 3 måneder, havde disse jf. bankens vedtægter endnu ikke stemmeret. De to minoritetsaktionærer nedlagde ligeledes påstand om, at alle stemmerne skulle medtages ved afgørelsen om flertal. Højesteret stadfæstede landsrettens dom og udtalte følgende i sine præmisser;

¹¹⁸ Schaumburg-Müller og Gomard., s. 232

¹¹⁹ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 168

”Af de grunde, der er anført i dommen, tiltræder Højesteret, at aktieselskabslovens § 78, 2. pkt., må forstås således, at kun aktier, der opfylder noteringsfristen i vedtægternes § 10, pkt. 4, jf. aktieselskabslovens § 67, stk. 2, kan medregnes ved opgørelsen af den stemmeberettigede aktiekapital. Der er heller ikke grundlag for at tilsidesætte den med kvalificeret majoritet truffne beslutning som stridende mod lovens § 80. Højesteret stadfæster derfor dommen.”

Hverken Højesteret eller Landsretten fremførte noget præciserende vedrørende generalklausulens anvendelsesområde. Dog fremgik følgende af landsrettens præmisser:

”Under hensyn til, at sagsøgte driver bankvirksomhed og har et særligt behov for lokal tilknytning og som følge heraf spredning af aktiebesiddelsen, findes der endvidere ikke ved vedtagelsen af be-myndigelsen til aktieudvidelsen, som i øvrigt ikke i forholdet mellem aktier med og uden fortegningsret for bestående aktionærer fraviger de hidtidige vedtægter, at være varetaget usaglige hensyn, som er egnet til at skaffe andre utilbørlige fordele på sagsøgernes bekostning.”

Landsretten synes altså øjensynligt at tillægge det vægt, at det var i bankens interesse at foretage den pågældende emission. Det skal hertil påpeges, at man i banken anså de to minoritetsaktionærens opkøb som et fjendtligt forsøg på at overtage denne. Ligeledes var den i sagen omtvistede emission ikke rettet mod en bestemt kapitalejer, hvorfor denne ikke ændrede den forholdsmæssige ejerandel hos de bestående kapitalejere. Derudover have alle bestående kapitalejerne, inklusiv de to sagsøgere, fortegningsret til en del af kapitalforhøjelsen. Dommen er i litteraturen ofte omtalt vedrørende vurderingen af generalklausulens anvendelsesområde. Således skriver Werlauff bl.a. følgende *”Som det sås af denne dom, er det svært at få domstolene til at statuere misbrug, særligt hvis det ikke er de økonomiske, men alene de forvaltningsmæssige beføjelser, der hævdes at være krænket.”*¹²⁰

I UfR 1997.1358 H skulle Højesteret tage stilling til om en omdannelse af et elselskab fra aktieselskab til forbrugerejet andelsselskab, hvorved en minoritetsaktionær blev tvangsindløst, var i strid med den dagældende generalklausul i ASL § 63¹²¹. Generalklausulen i SL § 127 omhandler, modsat SL § 108, den situation hvor en selskabsledelse disponerer således, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre. Det antages i litteraturen, at SL §

¹²⁰ Werlauff, *Selskabsret.*, s. 554

¹²¹ Svarende til den nuværende SL § 127

127 er samme regel som SL § 108, men blot for ledelsen.¹²² Sagen var den, at selskabet havde oplevet spekulative opkøb og omdannelsen skete for at hindre disse opkøb. Højesteret lagde i sine præmisser til grund, at omdannelsen skete med henblik på at imødegå den konstaterede risiko for spekulative aktiekøb i selskabet til skade for de overordnede formål bag elforsyningsloven. Højesteret var derfor af den opfattelse, at tvangsindløsningen var sagligt begrundet og ikke i strid med den dagældende generalklausul. Hertil blev der også henvist til, at Elprisudvalget var indforstået med tvangsindløsningen. Dommens præjudikatsværdi er dog begrænset, idet Højesteret klart lagde vægt på, at omdannelsen og tvangsindløsningen var med til at sikre overensstemmelse med de primære formål bag elforsyningsloven.¹²³

Overfor anførte viser, at den trykte danske retspraksis ikke klart kan bistå med belysningen af, hvorvidt B ville få medhold i en retssag. Umiddelbart har Højesteret godkendt sådanne dispositioner hver for sig, men dette skal ses i lyset af de pågældende sagers konkrete omstændigheder. I begge sager var dispositionerne ubetinget i selskabets interesse.

4.3.2.1.2 Den juridiske litteratur

Da hverken lovgivningen, forarbejderne eller retspraksis kan klarificere, hvorvidt SL § 108 også beskytter en kapitalejers forvaltningsmæssige interesse, synes det nødvendigt at belyse betragtningerne herom i den juridiske litteratur.

I Ole Nørgaard, Sarah Weber og Peter Langsteds¹²⁴ artikel fra 2013, forholder forfatterne sig undrene til den udbredte opfattelse om, at SL § 108 alene beskytter økonomiske interesser. Hertil henvises der til en række ledende selskabsretlige forfattere i form af Jan Schans Christensen, Erik Gormard, Per Schaumburg-Müller og Paul Krüger Andersen.¹²⁵ I artiklen anføres det, at årsagen til de forskellige opfattelser muligvis skyldes bemærkningerne til ændringen af selskabsloven fra 1992.¹²⁶ I disse bemærkninger blev det fastsat angående fortegningsret ved kontantforhøjelser, at der ikke længere kræves samtykke fra samtlige aktionærer ved konkret fravigelse af fortegningsretten til fordel for bestående aktionærer. Lovgiver begrundede dette med, at den nødvendige og tilstrækkelige

¹²² Christensen., s. 165

¹²³ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 169

¹²⁴ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 167f.

¹²⁵ Alle forfatteres værker er udkommet i nye udgaver siden artiklen fra 2013, men disse anfører idet store hele stadig det samme angående SL § 108

¹²⁶ Bemærkninger til § 30 i LFF 1992-10-28 nr. 61

beskyttelse af minoriteten i disse tilfælde ligger i generalklausulen. Afslutningsvis blev det anført, at det i almindelighed er en forudsætning for beslutningens gyldighed, at kapitalforhøjelsen foretages på markedsvilkår. Nørgaard, Weber og Langsted læser derfor ovenstående, som at det ikke umiddelbart er et krav for at anvende generalklausulen, at beslutningen medfører en formueforskydning. Derimod er det deres opfattelse, at alle minoritetsbeskyttelseshensyn, altså ikke begrænset til økonomisk interesse, formentlig er omfattet af SL § 108.¹²⁷

Christensens¹²⁸ anfører i sit værk fra 2017, at det er en udtrykkelig forudsætning for at anvende SL § 108, at der skal foreligge en skade eller et tab af en art.¹²⁹ Herudover anføres det ligeledes at generalklausulen, ligesom lighedsgrundsætning i § 45, tillader en sagligt begrundet forskelsbehandling, hvor der bl.a. henvises til U 1997.1358/2H, som behandlet ovenfor.¹³⁰ Derudover påpeges det at ”*En beslutning, som f.eks. opfylder de formelle krav til vedtagelse i SL §§ 106 og 107 kan, som det er fremgået, alligevel være i strid med SL § 108. Det må imidlertid antages, at generalklausulen normalt påkalder sig størst interesse i de tilfælde, hvor kapitalejerne enten ikke deltager i beslutningen (fordi den træffes af selskabets ledelse, jf. SL § 127, stk. 1), eller hvor de formelle krav til generalforsamlingens vedtagelse af en beslutning er beskedne, og hvor minoriteten derfor nyder en ringere beskyttelse På den anden side må det erindres, at en stærk koncentration af kapitalandelene i selskabet kan betyde, at en enkelt eller nogle få kapitalejere reelt efterlades uden beskyttelse efter de formelle vedtagelseskrav.*”¹³¹. Heraf kan det fortolkes, at beslutninger som kræver 9/10 flertal alt andet lige vanskeligere kan tilsidesættes efter generalklausulen, end beslutninger der træffes med et lavere flertal. Christensen anfører derudover at anvendelsen af SL § 108 forudsætter, at en kapitalejer eller tredje mand opnår en fordel ved beslutningen. Ifølge Christensen kan betydningen af udtrykket ”fordel” diskuteres. Når en disposition alene foretages for at skade en kapitalejer, kan det vanskeligt betegnes som en ”fordel”. Der kan dog ikke generelt stilles krav om, at beslutninger skal være saglige. Det anføres, at hvis en disposition skal ugyldiggøres, når denne er foretaget efter selskabslovens regler, er det en forudsætning, at en kapitalejer påføres mærkbar skade, samt at beslutningen ikke kan begrundes af andre retsmæssige hensigter. Han mener således, at det væsentligste, der skal tages stilling til er, hvorvidt beslutningen er foretaget med hjemmel i en rettighed, og hvor en sådan anvendelse af

¹²⁷ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 167

¹²⁸ Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber: aktie- og anpartsselskabsret*, 5. udg. (København: Karnov Group, 2017).

¹²⁹ Christensen., s. 166

¹³⁰ Christensen., s. 167

¹³¹ Christensen., s. 167f.

rettigheden ikke har været tilsigtet, således der er tale om retsmisbrug.¹³² Slutteligt skriver han ”*Man må dog gå ud fra, at domstolene i alle tilfælde vil være meget tilbageholdende med at gribe ind over for anvendelse af bestemmelser i selskabsloven der, såfremt visse objektive betingelser er opfyldt, uden at stille særlige vilkår giver en majoritet ret til at eliminere eller indflydelsesmæssigt udvande en minoritet, jf. bestemmelsen i SL § 70 samt bestemmelsen om fravigelse af kapitalejernes fortegningsret i SL § 162, stk. 2.*”¹³³.

Det må derfor formodes, at Christensen finder det usandsynligt, at B ville kunne påberåbe sig SL § 108, såfremt A igangsætter en udvanding af B's forholdsmæssige ejerandel ved en rettet emission til markedskurs.

I Gormard og Schaumburg-Müllers¹³⁴ værk fra 2015 anføres først og fremmet, at indholdet og rækkevidden af SL § 108 i forhold til minoritetsbeskyttelse ikke kan gengives i præcist. Dog synes tilbøjeligheden til mere indgribende regler angående regulering af selskaber, at skabe en tendens som påvirker bedømmelsen af interessekonflikter efter § 108. Forfatter antager dermed, at beskyttelsen, trods generalklausulens ordlyd er uændret, nu strækker noget længere end tidligere, hvorfor kapital ejere ikke skal tolerere urimelig forskelsbehandling. Ligeledes anføres det, at retstillingen er i bevægelse, og denne ikke er endegyldigt fastlagt, hvilket især skyldes det beskedne omfang af retspraksis. Retspraksis vedrørende generalklausulen viser dog en betydelig forbeholdenhed for at intervenere med dispositioner, som er led i en forretningspolitik, der er sagligt begrundet og som ikke er åbenbart urimelige.¹³⁵ Gormard og Schaumburg-Müller anfører mere specifik at ”*En rettet emission kan imidlertid også forfordele nogle kapitalejeres og stride mod andre kapitalejeres interesser, idet emissionen f.eks. har til formål at styrke en kapitalejer eller kapitalejergruppes andel af selskabskapital, stemme for en anden gruppes for derved at opnå eller befæste et flertal eller bringe en minoritet ned under en interessant pct.-grænse, f.eks. under 10 pct. for at muliggøre tvangsindløsning efter SL § 70 eller under 33 pct. for at fjerne en hindring for vedtægtsændring efter § 106. En rettet emission kan efter omstændighederne give nogle kapitalejere en sådan utilbørlig fordel på andre kapitalejeres bekostning, at den er i strid med generalklausulen i SL §§ 108 og 127. To ældre domme, UfR 1930.349 Ø og UfR 1934.1081 V, har dog godkendt rettede emissioner, der alene synes at have haft til formål*

¹³² Christensen., s. 171f.

¹³³ Christensen., s. 173

¹³⁴ Peer Schaumburg-Müller og Bernhard Gomard, *Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde*, 8. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2015).

¹³⁵ Schaumburg-Müller og Gomard., s. 423f.

at skabe eller styrke en majoritet.”¹³⁶. I tillæg hertil mener de, at det efter omstændighederne navnlig i ApS’er eller fåmandsselskaber, hvor der kan være et tæt økonomisk og arbejdsmæssigt forhold mellem ejerne lignende et interessentskab, kunne komme på tale at ugyldiggøre en rettet emission, som alene har til formål at forrykke ejerandelen i selskabet med hjemmel i generalklausulen. Slutteligt hertil fremføres at ”*Det er næppe muligt derudover at etablere en rationel almindelig retsbeskyttelse af kapitalejernes relative stemmewægt. Stemmedfordeling og betydningen af stemmedfordeling kan påvirkes af den, der har simpelt flertal eller 2/3 flertal, på flere måder, som ikke kan tilsidesættes efter generalklausulen, f.eks. ved fusion af et delejet og et helejet datterselskab eller ved overførelse af aktiviteter til et datterselskab. Generalklausulens virkefelt må begrænses til dispositioner, der klart flytter værdier fra et mindretal eller fra selskabet til flertallet.*”¹³⁷. Gormard og Schaumburg-Müller åbner dermed et lille hul for generalklausulens anvendelse ved en krænkelse af en minoritets forvaltningsmæssige interesse. Nørgaard, Weber og Langsted anfører i forhold til Gormard og Schaumburg-Müllers¹³⁸ anvendelse af frasen ”værdi”, at forfatterne reelt indsnævrer SL § 108’s anvendelsesområde til beslutninger der medfører en konkret formueforskydning mellem majoritet- og minoritetsejeren.¹³⁹

Det omtvistede selskab i casen, selvom dette er et aktieselskab, kan i nogen grad sidestilles med et ApS, da der er tale om en meget lille og lukket ejerkreds i form af A og B. Sætter man det af Gormard og Schaumburg-Müller anførte en smule på spidsen, er de ikke fuldstændigt afvisende over for, at B potentielt set ville kunne få medhold i en påstand om, at A’s beslutning om udvanding samt tvangsindløsning af B skal tilsidesættes med hjemmel i SL § 108.

I Paul Krüger Andersens¹⁴⁰, værk fra 2017 påpeges det angående SL § 108, i stil med Gormard og Schaumburg-Müller, at ”*Med den generelle udformning giver bestemmelsen mulighed for at tage hensyn både til forholdene i aktieselskaber med en spredt aktionærkreds og i anpartsselskaber med karaktertræk som personselskaber. Et kendetegn ved personselskaberne er således, at deltagerne har en gensidig loyalitetspligt. Selv om man ikke direkte kan overføre f.eks. princippet om interessenters loyalitetspligt til et anpartsselskab, vil der i en konkret sag kunne hentes argumenter fra*

¹³⁶ Schaumburg-Müller og Gormard., s. 232

¹³⁷ Schaumburg-Müller og Gormard., s. 232f.

¹³⁸ Godt nok i forhold til den tidligere udgave 6. fra 2011

¹³⁹ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 167

¹⁴⁰ Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret: Kapitalselskaber*, 13. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2017).

*interessentskabsretten.*¹⁴¹ . Mere konkret vedrørende en fortegningsret efter SL § 162 skriver Andersen at ”*Selv om det ikke udtrykkeligt siges i § 162, følger det dog af de almindelige minoritetsregler, at en emission altid skal ske til fordel for selskabet, således f.eks. ikke med det sigte at forrykke forholdet mellem kapitalejerne. Dette forbehold sætter visse grænser for fravigelser af fortegningsretten både ved kontantforhøjelser.*”¹⁴² . Begrundelsen herfor er, at en sådan kapitalforhøjelse kan muliggøre tvangsindløsning efter SL § 70 eller hindre minoritetskapitalejeren i at udnytte sine beføjelser, som kræver en bestemt ejerandel. Andersen pointerer dog klart, at en fravigelse ikke altid vil være i strid med minoritetsbeskyttelsesreglerne. Lovligheden heraf afhænger dog af, om en sådan disposition er nødvendig eller til fordel for selskabet. Hertil anføres det, at det selskabsretlige problem er at det er forbundet med vanskeligheder at vurdere, om en rettet emission til markedskurs, som fremtræder fordelagtig for selskabet, men som også medfører en forrykkelse af ejerkredsen, skal kvalificeres som en beslutning, der er lovlig inden for generalformsalings kompetence eller som et forsøg fra kapitalejeren om at tiltvinge sig en utilbørlig fordel. En kapitaludvidelse bevirker ikke alene, at selskabet får tegnet mere kapital, men det er som påpeget ovenfor en naturlig følge af en fravigelse til en nuværende af fortegningsretten, at dette forskyder kapitalejernes indbyrdes ejerandele.¹⁴³ Det af Andersen anførte, kan tolkes som at lovligheden af en rettet emission altid skal vurderes konkret i lyset af dennes formål, uanset om den er foretaget til markedskurs. Andersen synes altså at læse generalklausulens betingelse om, at majoriteten skal opnå en ”fordel” på ”bekostning” af minoriteten som at også forvaltningsmæssig krænkelser efter omstændigheder kan udgøre en ”fordel” som betinget i SL § 108.¹⁴⁴

Set i lyset af konflikten mellem parterne, er Andersen formodentligt af den overbevisning, at det vil være i strid med SL § 108, såfremt A foretager en rettet emission til markedskurs efterfulgt af tvangsindløsning. Dog såfremt A kan bevise, at dispositionen er nødvendig eller til fordel for selskabet, vil det ifølge Andersen bero på en konkret vurdering af sagens omstændigheder om det bærende hensyn skal være minoritetsbeskyttelsen eller selskabets interesse.

¹⁴¹ Andersen., s. 443

¹⁴² Andersen., s. 239

¹⁴³ Andersen., s. 239f.

¹⁴⁴ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 167

I forlængelse af Nørgaard, Weber og Langsteds synspunkt placerer Stephan Fischer og Anders Ørgaard¹⁴⁵ sig i deres artikel fra 2018. I artiklen fremføres det, at retstillingen ikke er optimal, såfremt lovgivningen tillader en sådan omgåelse af den materielle beskyttelse i selskabsloven. Fischer og Ørgaard anfører hertil, at SL § 108 har det legitime formål at beskytte mod majoritetsmisbrug, herunder skjult forskelsbehandling, når den formelle beskyttelse ikke er tilstrækkelig.¹⁴⁶

I Werlauffs¹⁴⁷ værk fra 2016 anfører han med henvisning til artiklen af Nørgaard, Weber og Langsted, at: ”Som det vil ses, er fortegningsretten ikke nogen umistelig individualret for den enkelte kapitalejer. Ved generalforsamlingsbeslutning kan fortegningsretten konkret fraviges, såfremt lovens betingelser opfyldes. Den, der på et givet tidspunkt ejer fx 12 pct. af selskabets aktiekapital, har således ingen lovmæssig garanti for, at denne brøk vil blive fastholdt efter enhver kapitalforhøjelse.”¹⁴⁸.

Af samme opfattelse synes Jens Valdemar Krenchel og Søren Friis Hansen¹⁴⁹ at være i deres værk fra 2014. Heri anføres det vedrørende en rettet emission til markedskurs, at en sådan beslutning formentlig kun sjældent vil kunne udgøre en utilbørlig fordel på bekostning af minoriteten. Ligeledes pointeres det, at en rettet emission ofte vil være i selskabet interesse.¹⁵⁰ I forlængelse heraf, men dog mere generelt i forhold til SL § 108s anvendelse anfører Krenchel og Hansen, at ”Danske domstole er generelt tilbageholdende med at tilsidesætte beslutninger truffet i et selskabs organer. Dette indebærer nemlig, at domstolen skal sætte sit eget skøn over det skøn, der er truffet af generalforsamlingen eller ledelsen.”¹⁵¹.

Således er hverken Werlauff eller Krenchel og Hansen af den overbevisning, at B nødvendigvis ville få medhold i en påstand om tilsidesættelse efter SL § 108, såfremt A foretager en rettet emission.

4.3.2.2 Generalklausulens anvendelse på krænkelse af forvaltningsmæssige interesser

Konklusionen af den komparative analyse af den førende litteratur samt belysningen af retspraksis angående hvorvidt SL § 108 ville kunne finde anvendelse på en rettet emission til markedskurs

¹⁴⁵ Stephan Fischer og Anders Ørgaard, ”De selskabsretlige generalklausuler”, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2018:1, 2018.

¹⁴⁶ Fischer og Ørgaard., s. 20f.

¹⁴⁷ Erik Werlauff, *Selskabsret*, 10. udg. (København: Karnov Group, 2016).

¹⁴⁸ Werlauff, *Selskabsret.*, s. 271

¹⁴⁹ Jens Valdemar Krenchel og Søren Friis Hansen, *Dansk selskabsret 2* (København: Karnov Group, 2014).

¹⁵⁰ Krenchel og Hansen., s. 316

¹⁵¹ Krenchel og Hansen., s. 491

efterfulgt af tvangsindløsning må være, at det er forbundet med stor usikkerhed, hvorvidt en dansk domstol ville tilsidesætte en sådan disposition. Det er fra lovgivers side aldrig klart blevet defineret, hvorvidt der påkræves en reel formueforskydning, før generalklausulen kan påberåbes. Den bærende formodning må være, at udfaldet beror på en konkret vurdering af, hvorvidt dispositionen på nogen måde er foretaget i selskabets interesse. Hvis situationen er, at majoritetsejeren ønsker at blive ene-ejer af selskabet, samt at der ikke på nogen måde fremsættes argumenter for, at dette er i selskabets interesse, må det antages, at domstolene potentielt set ville tilsidesætte en sådan disposition, idet der er tale om en utilbørlig fordel jf. SL § 108. Dette skal dog ses i lyset af, at domstolene jf. ovenfor anførte, er tilbageholdende med at sætte sig efter skøn over generalforsamlingens.

I forhold til afhandlingens case må det derfor bero på en konkret vurdering om, hvorvidt A ville kunne begrunde, at tvangsindløsningen af B i nogen grad er i selskabets interesse.

4.3.3 Selskabets interesse

At en disposition er i selskabets interesse har betydning i flere kontekster. Et selskabs ledelse skal iagttage selskabets interesse, ellers risikerer disse at ifalde ansvar efter SL § 361. At en disposition er i selskabets interesse kan dog også opstille begrænsninger i forhold til kapitalejernes beslutninger. I dansk ret findes der ikke klart lovfæstede regler som definerer, hvad der skal forstås ved selskabets interesse.¹⁵² Noget synes dog at pege på, at selskabets interesse er et hensyn til samtlige kapitalejeres kollektive interesse, hvilket er overensstemmende med, at et selskab som juridisk konstruktion ingen egeninteresse har ved stiftelsen. Derfor må udgangspunktet være, set i forhold til ejerkredsen, at det principielt er ligegyldigt for selskabets, hvem der ejer dette.¹⁵³ Lars Buch og Jan Schans Christensen skriver i deres artikel, at hvorvidt en beslutning er i strid med generalklausulen afhænger af, om denne er truffet i ejernes kollektive interesse, samt om beslutningen er forenelig med interesserne hos selskabets kreditorer. Såfremt dispositionen er forenelig hermed, har forfatterne svært ved at forestille sig, at en domstol ville tilsidesætte denne med hjemmel i SL § 108.¹⁵⁴

¹⁵² Lars Buch og Jan Schans Christensen, "Selskabets egeninteresse - navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler", *Ugeskrift for Retsvæsen*, 2011, 1-7. , s. 1

¹⁵³ Buch og Christensen., s. 5

¹⁵⁴ Buch og Christensen., s. 1

Det er således i lyset af casen relevant for A at bevise, at en rettet emission til markedskurs samt efterfølgende tvangsindløsning er forenelig med både kapitalejernes kollektive interesse og kreditorernes interesse. Dette synes generelt ganske svært, idet B's interesser ikke er forenelige hermed.

4.3.4 Procesusikkerheder

4.3.4.1 Registrering ved Erhvervsstyrelsen

Først og fremmest er det relevant at belyse, hvorvidt Erhvervsstyrelsen ville registre en rettet emission, hvis der var mistanke om, at denne var i strid med SL § 108. Det antages i litteraturen, at en formodning om overtrædelse af lighedsgrundsætning i SL § 45 medfører, at Erhvervsstyrelsen nægter at registrere beslutningen jf. SL § 15.¹⁵⁵ Som anført ovenfor finder lighedsgrundsætningen dog ikke anvendelse på denne problemstilling. Til gengæld menes det, at Erhvervsstyrelsen ikke nægter en registrering alene på formodning om overtrædelse af generalklausulen. Begrundelsen for dette er, at der i anvendelsen af generalklausulen, som påpeget ovenfor, foreligger et væsentligt skøn. Et sådan skøn er Erhvervsstyrelsen ikke kompetent til at foretage især set i lyset af, at der i styrelsens sager ikke foreligger bevisførelse. Der ville derfor være tale om en markant risiko for Erhvervsstyrelsen, navnlig fordi der ikke foreligger fast praksis fra domstolene.¹⁵⁶ Det kan dog ikke definitivt afvises grundet indholdet af SL § 15, at Erhvervsstyrelsen konkret vil nægte en registrering, såfremt der er tale om skærpende omstændigheder. Der foreligger dog ikke eksempler på dette i styrelsens praksis.

¹⁵⁷

4.3.4.2 Domstolene

Grundet den begrænsede mængde praksis på generalklausulen må en retssag, som anlægges med påstand om tilsidesættelse af de omtvistede dispositioner, kunne betegnes som principiel. Da anvendelse af generalklausulen er skønspregt efterlader dette en vis dispositionsfrihed til domstolene, hvilket gør det vanskeligt at forudse udfaldet. Kapitalejerne og i særdeleshed en minoritetskapitalejer, der ønsker at påberåbe sig SL § 108, skal altså tåle en anselig procesrisiko. Udover procesrisikoen vil en sådan retssag formentlig være særdeles omkostningstung.¹⁵⁸ Selvom en minoritetsejer vurderer, at det kan betale sig at anlægge retssagen, vil den formentlig tage adskillige år, da den antageligt ikke vil blive afgjort i første instans grundet tvistens principiel karakter. Såfremt domstolene vælger at

¹⁵⁵ Christensen., s. 169

¹⁵⁶ Se herom Christensen., s. 169, Nørgaard, Weber, og Langsted., s.172 samt Bunch og Whitt., s. 492

¹⁵⁷ Bunch og Whitt., s. 492

¹⁵⁸ Fischer og Ørgaard., s. 23

tilsidesætte beslutningerne med hjemmel i SL § 108, har minoritetsejeren krav på at blive gennoteret som ejer. I mellemtiden mens minoritetsejeren har været ekskluderet fra selskabet, kan der potentielt være sket en sådan udvikling i selskabet som enten medfører, at minoritetsejer ikke længere ønsker at blive eller i værste fald ikke længere kan blive gennoteret.¹⁵⁹ Såfremt den risiko der er forbundet med en sådan retssag, afholder minoriteten fra at anlægge denne, desuagtet at der potentielt foreligger et validt grundlag herfor, yder generalklausulen en væsentlig lempeligere materielle beskyttelse end ønsket.¹⁶⁰

4.3.5 Gyldigheden af en rettet emission til markedskurs efterfulgt af tvangsindløsning

Som belyst ovenfor findes der hverken i litteraturen eller retspraksis noget endegyldigt svar på, hvorvidt det ville være i strid med SL § 108 at foretage en rettet emission til markedskurs samt efterfølgende tvangsindløsning af en minoritetsejer. Antageligt ville en sådan vurdering i nogen eller højere grad bero på grundlaget for disse beslutninger. Kan majoritetsejeren blot alene i nogen udstrækning påvise, at sådanne dispositioner er i selskabets interesse, vil domstolene formentlig være tilbageholdende med at sætte deres skøn over generalforsamlingens. Selvom det i litteraturen har været omdiskuteret, hvorvidt generalklausulen ikke beskytter forvaltningsmæssige interesse, kan bestemmelsen formentlig indeholde en sådan beskyttelse, således at en beslutning, som på ingen måde kan påvises at være i selskabets interesse, kan blive tilsidesat af domstolene. Uanset denne antagelse vil det være forbundet med væsentlig risiko at anlægge en retssag på denne baggrund.

Set i forhold til afhandlingens case, er det således forbundet med væsentligt risiko for både A og B, såfremt A foretager rettet emission til markedskurs samt efterfølgende tvangsindløser B.

4.4 Selskabsloven som løsning på konflikten

I dette kapitel er mulighederne for, at A med hjemmel i selskabsloven kan tvangsindløse B blevet analyseret. De to eneste muligheder synes at være SL § 362, stk. 3 samt en rettet emission til markedskurs samt efterfølgende tvangsindløsning. Idet begge muligheder ikke er afprøvet i praksis, synes begge at være forbundet med en anelig usikkerhed. Som beskrevet ovenfor kan SL § 362, stk. 3

¹⁵⁹ Nørgaard, Weber, og Langsted., s. 172

¹⁶⁰ Fischer og Ørgaard., s. 23

formentlig ikke finde anvendelse på tvisten i casen. Det er ganske usandsynligt, at B's ageren ville falde inden for SL § 362, stk. 3's anvendelsesområde. Den mere anvendelige løsning for A er at foretage en rettet emission til markedskurs samt efterfølgende tvangsindløsning jf. SL § 70. Lovligheden af sådanne dispositioner er som påpeget ikke afklaret i praksis. Det bevirker, at selvom dispositioner potentielt er i strid med SL § 108, vil det formentlig være ganske besværligt for B at få disse ugyldiggjort ved en domstol. Samlet set er selskabslovens redskaber til løsning af konflikten i casen forbundet med stor usikkerhed samt store omkostninger, hvorfor disse ikke løser konflikten mellem parterne optimalt.

Kapitel 5 – Efficient regulering mellem kapitalejere

Charles W. Murdock¹⁶¹ har betegnet kapitalejeres approach til ejerskab af mindre selskaber som ”*From a relational standpoint, people enter closely-held businesses in the same manner as they enter marriage: optimistically and ill-prepared*”¹⁶² Frasen synes, set i bagklogskabens lys, særdeles passende på A og B. Jf. det i kapitel 3 anførte angående sammenbruddet af parternes forhandling, samt det i kapitel 4 anførte om selskabslovens manglede redskaber til løsning af konflikten, synes det relevant at vurdere, hvordan parterne burde havde reguleret deres fælles ejerskab inden konflikten opstod. I dansk ret findes der tre mulige reguleringsmetoder af ejerskabet af et selskab; selskabsloven, vedtægterne og ejeraftalen. Alle tre metoder består side om side, og anvendelsen af den ene udelukker ikke de andre. I sagens natur har kapitalejerne ingen indflydelse på selskabsloven, og da denne ikke synes anvendelig i løsningen af konflikten, er parterne overladt til regulering i vedtægterne og en ejeraftale.¹⁶³

5.1 Incitament til regulering af konfliktløsning

Det forekommer bemærkelsesværdigt, at parterne ikke på forhånd har reguleret løsningen af en konflikt mere gennemgribende. Parterne har formentlig været af den opfattelse, at en konflikt ikke ville opstå, og såfremt den opstod, ville de med hjælp fra selskabslovgivningen kunne afhjælpe denne. Igennem afhandlingen er det dog blevet påvist, at en sådan tilgang kan være selvbedrag. Der må overordnet være et incitament til at regulere konfliktløsning, såfremt reglerne herom i loven eller i anden regulering ikke er hensigtsmæssige. Det i kapitel 4 anførte, viser klart, at parterne ikke kan forvente, at lovgivningen opstiller redskaber, som kan afhjælpe konflikten. Derimod har lovgiver eksplicit udtalt, at kapitalejere bør udnytte deres aftalefrihed til at regulere konfliktløsning i vedtægterne eller en ejeraftale.

Fra et retsøkonomisk synspunkt har kapitalejere incitamentet til at regulere konfliktløsning, såfremt nytten herved overstiger nytten ved ikke at regulere dette. Helt grundlæggende ville det være tilfældet når den gennemsnitlige nytte af de mulige udfald med en gennemgribende regulering er større end uden denne. Udfaldene vil helt overordnet kunne opdeles i, hvorvidt der forekommer en konflikt eller

¹⁶¹ Charles W. Murdock er professor ved Loyola University Chicago

¹⁶² Charles W. Murdock, “Evolution of Effective Remedies for Minority Shareholders and Its Impact upon Valuation of Minority Shares of Minority Shares”, *Notre Dame Law Review*, 65.3 (1999), s. 426

¹⁶³ Martin Christian Kruhl, *Ejeraftaler* (København: Thomson Reuters, 2011), s. 77

ej, samt hvilket niveau konflikten er på. I kapitel 3 blev det anført, at når konflikten først er opstået forrykkes en parts forventede nytte ved en forhandling med den anden part. Med afsæt heri blev det påpeget, at forhandlingen mellem parterne potentielt ville have medført en aftale, såfremt konflikten ikke var eskaleret til det pågældende niveau. Herudover stiger transaktionsomkostninger også i takt med, at de forhandlende parter relation forværres, hvilket bevirker en mindre sandsynlighed for en løsning på konflikten i takt med en eskalering af denne.

Selvom der ikke er tale om et partnerskab men i stedet et fælles ejerskab af et selskab, kan parterne potentielt drage fordel af såkaldt strategisk kontrahering. Strategisk kontrahering har til formål at generere relationsrente ved hjælp af både proaktive og reaktive bestemmelser. Målet er at opstille en ejerftale som beskytter parterne mod opportunistisk adfærd. Proaktiv konflikthåndtering kan defineres som, at parterne identificerer årsager til eventuelle konflikter i samarbejdet og herefter konciperer passende afhjælpende foranstaltninger, inden situationer eskalerer til en egentlig konflikt.

Samlet set må det i afhandlingens anførte bevirke, at parterne har incitament til at regulere, hvordan en konflikt bør løses, inden denne opstår.

5.2 Vedtægterne kontra ejerftalen

En empirisk undersøgelse af 72 små og mellemstore selskaber foretaget af Martin Christian Kruhl viste, at den relevante materielle regulering mellem kapitalejerne som oftest sker i en ejerftale. De undersøgte vedtægter opfyldte i flere tilfælde, ligesom i casen, alene minimumkravene opstillet i selskabsloven. Såfremt vedtægterne indeholdt yderligere bestemmelser, var der primært tale om bestemmelser om samtykkekrav eller forkøbsret.¹⁶⁴ Det synes derfor relevant at belyse, hvorfor kapitalejere ofte vælger ejerftalen frem for vedtægterne.

5.2.1 Indgåelse

Efter selskabsloven skal der i et kapitalselskab ved stiftelsen oprettes vedtægter, der skal overholde lovens minimumskrav. En ejerftale indgås derimod efter regler i aftaleloves kapitel 1, hvorved en

¹⁶⁴ Kruhl., s. 77

sådan kræver et tilbud og en accept. Idet der som hovedregel er aftalefrihed i dansk ret, er der derfor ingen minimumkrav til en ejerftale.¹⁶⁵

5.2.2 Ændring

Såfremt vedtægterne i et kapitalselskab ønskes ændret, kræves der i oftest dobbelt 2/3 flertal efter SL 106, stk. 1. I forhold til afhandlingens case ville A derfor alene kunne ændre vedtægterne i selskabet. De relevante ændringer skal dog, som også påpeget i kapital 4, ske med dobbelt 9/10 flertal jf. SL § 107, stk. 2. Sådanne ændringer kræver altså, at både A og B giver samtykke hertil. Samtykke fra både A og B kræves også ved ændring af deres ejerftale, da det helt grundlæggende princip er *pacta sunt servanda*, altså at aftaler skal holdes.¹⁶⁶

5.2.3 Offentlighed

I forbindelse med en selskabsregistrering skal vedtægter, jf. SL § 40, offentliggøres. Såfremt der efterfølgende foretages ændringer, skal disse ligeledes offentliggøres jf. SL § 11. En ejerftale kan derimod holdes mellem parterne. Ved at anvende en ejerftale, kan parterne opnå fuld fortrolighed.¹⁶⁷

5.2.4 Aftalefrihed

I dansk ret er der generelt bred aftalefrihed. Aftalefriheden er dog ikke en ubegrænset frihed, hvorfor denne må vige for præceptiv lovgivning.¹⁶⁸ Aftalefriheden gælder derfor for et selskabs vedtægter, dog med de begrænsninger der opstilles i selskabsloven. Ligeledes har Erhvervsstyrelsen i sin praksis også begrænset friheden. Efter Erhvervsstyrelsens praksis nægtes det at registrere vedtægter, som efter en konkret vurdering ikke har vedtægtsrelevans. Dette bevirker, at Erhvervsstyrelsen bl.a. ikke tillader en henvisning til en ejerftale.¹⁶⁹ Erhvervsstyrelsens praksis støttes også af ordlyden af SL § 82, hvoraf det fremgår, at ejerftaler ikke er bindende for kapitalselskabet, samt de beslutninger som træffes på generalforsamlingen.¹⁷⁰ Hermed synes regulering af ejerftaler at være overladt til dansk rets almindelige regler, og en ejerftale nyder dermed også godt af den aftalefrihed, som gælder.

¹⁶⁵ Ibid.

¹⁶⁶ Kruhl., s. 77f

¹⁶⁷ Kruhl., s. 79

¹⁶⁸ Bernhard Gomard, Hans Viggo Godsk Pedersen, og Anders Ørgaard, *Almindelig kontraktret*, 5. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2015), s. 232

¹⁶⁹ Kruhl., s. 79f.

¹⁷⁰ Kruhl., s. 15

5.2.5 Fortolkning

Der er generelt i den juridiske litteratur konsensus om, at vedtægter som udgangspunkt skal fortolkes objektivt, hvori der lægges vægt på ordlyden af bestemmelsen. Hvis en bestemmelse forekommer uklar, skal der, ligesom ved retsregler, kigges til sammenhængen med de øvrige bestemmelser samt eventuelle formålsbestemmelser. Ejeraftaler fortolkes derimod efter almindelige aftalefortolkningsregler, hvorved udgangspunktet er at fremkomme med en fortolkning, som afspejler aftaleparternes fælles hensigter. Der lægges altså ikke alene vægt på bestemmelsens ordlyd, men eksempelvis også parternes forventninger til bestemmelsen.¹⁷¹ Herved får man ved at vælge vedtægterne i princippet en mere forudsigelig og konstant regulering, hvorimod regulering i en ejeraftale medfører en fortolkning, som i højere grad tilgodeser parternes hensigter samt forventninger.¹⁷² Årsagen til opfattelsen om at vedtægterne er underlagt en objektiv fortolkning skyldes, at disse som oftest henvender sig til en bredere personkreds er offentligt kendt, samt har virkning overfor fremtidige kapitalejere, der i sagens natur ikke kender de nuværende ejers hensigter.¹⁷³ Kruhl anfører hertil at ”*Spørgsmålet er imidlertid, om det er overhovedet er hensigtsmæssigt at operere med et generelt fortolkningsudgangspunkt for vedtægter eller om fortolkningen ikke i stedet som ved ejeraftaler, [...], i det hele må afhænge af relationen, dvs. af hver der er parter i den konkrete tvist.*”¹⁷⁴ Kruhl mener derfor, at det er relationen mellem parterne, som er afgørende for fortolkningsmetoden, og altså ikke hvorvidt der er tale om vedtægter eller en ejeraftale.¹⁷⁵

5.2.6 Retshierarki

Som påpeget ovenfor eksisterer de tre reguleringsmetoder flydende side om side. Spørgsmålet er dog, hvordan hierarkiet mellem disse er. Selskabsloven indeholder ikke en direkte regulering af forholdet mellem vedtægterne og en ejeraftale. Af SL § 82 fremgår det dog, som nævnt ovenfor, at en ejeraftale hverken er bindende for selskabet eller generalforsamlingen. Hertil kommer at Udvalget til Modernisering af Selskabsretten påpegede, at selskabsloven var øverst i retshierakiet efterfulgt af vedtægterne, samt at en ejeraftale ikke måtte være i strid med hverken selskabslovgivningen eller

¹⁷¹ Overordnet enighed herom fremgår af Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, *Vedtægter og ejeraftaler: Med tjeklister og paradigmer*, 3. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2010), s. 46, Paul Krüger Andersen., s. 173 samt Christensen., s. 234f.

¹⁷² Schaumburg-Müller og Werlauff., s. 46

¹⁷³ Kruhl., s. 80

¹⁷⁴ Kruhl., s. 81

¹⁷⁵ Kruhl., s. 82

vedtægterne.¹⁷⁶ Der er dog intet til hinder for, at parterne i en ejerftale bestemmer, at denne mellem disse har forrang for vedtægterne.¹⁷⁷

5.2.7 Regulering i vedtægterne eller ejerftalen

Som påpeget i ovenstående er der argumenter for at vælge både vedtægterne og ejerftalen til den relevante materielle regulering. Valget afhænger derfor af, hvad parterne tillægger størst vægt; at reguleringen kan håndhæves direkte overfor selskabet og generalforsamlingen, som i casen alene udgør parterne, eller om parterne foretrækker den diskretion og aftalefrihed, som er forbundet med en ejerftale. En nærmere afvejning af fordele og ulemper, udover den banaliserede gennemgang ovenfor, falder uden for afhandlingens omfang. I nedenstående vil der blive taget udgangspunkt i regulering i en ejerftale.

5.3 Regulering i ejerftale

Det findes ikke tilbundsående undersøgelser af, hvor meget ejerftaler benyttes i praksis i dag.¹⁷⁸ En undersøgelse fra 2003 foretaget blandt 1.313 danske kapitalselskaber viste dog, at der i mindre end halvdelen var indgået en ejerftale.¹⁷⁹ Teoretikere der beskæftiger sig med ejerftaler i de nordiske lande mener dog, at ejerftaler i dag anvendes i et betydeligt omfang. Hvis kapitalejerne benytter sig af juridisk assistance, vil disse også oftest indgå en ejerftale i en eller anden form.¹⁸⁰ En ejerftale bevæger sig i det juridiske krydsfelt mellem selskabsretten, aftaleretten og den almindelige obligationsret.¹⁸¹

Idet at A og B har indgået en ejerftale, synes parterne allerede at have gjort sig tanker omkring reguleringen af deres fælles ejerskab. Problemet med parternes ejerftale er dog, at denne ikke indeholder bestemmelser, som kan løse den igangværende konflikt. Parterne er derfor efterladt med mulighederne om at søge erstatning ved misligholdelse eller anlæggelse af en retssag.

¹⁷⁶ KBET nr. 1498/2008 - Modernisering af selskabsretten., s. 281

¹⁷⁷ Kruhl., s. 104

¹⁷⁸ Foretaget af Neville i 2003

¹⁷⁹ Neville., s. 280

¹⁸⁰ Kruhl., s. 45

¹⁸¹ Kruhl., s. 17

Årsagen til at mange kapitalejere i mindre selskaber ofte indgår inefficente ejerftaler skyldes formentlig, at disse grundet begrænset økonomisk råderum vælger at benytte den tilgængelige kapital direkte i selskabet fremfor på omkostningstung juridisk rådgivning. Parterne foretager altså en afvejning af, hvorvidt fordelene ved at indgå en individuel ejerftale med kyndig juridisk rådgivning er nødvendigt set i forhold til sandsynligheden for, at en alvorlig konflikt opstår. Selvom en ejerftale bliver tilpasset selskabet og ejerne, er denne i sig selv ikke en sikkerhed for, at indholdet kan løse en hvilken som helst konflikt, der kan opstå. Årsagen hertil findes formentlig i transaktionsomkostningsteori, idet detaljeringsgraden af en ejerftale i stor grad afhænger af transaktionsomkostningerne, som er forbundet med konciperingen heraf.¹⁸² I stedet for at indgå en detaljeret ejerftale baserer kapitalejere i mindre selskaber i stedet ofte deres samarbejde på gensidig tillid. En anden årsag hertil kan være, at parterne ser grundig regulering af konfliktløsning, som noget der kan skabe mistilid allerede fra starten af deres fælles ejerskab.¹⁸³ Nogle kapitalejere afholder sig også bevidst fra at regulere konfliktløsningsmetoder ud fra en forventning om, at disse herved er tvunget til at løse en konflikt ved forhandling, eller at den mest utilfredse ejere forlader selskabet.¹⁸⁴ En anden vigtig årsag, som også afspejles i ejerftalen mellem A og B, er at ejerftale ofte er baseret på en standardkontrakt, hvori bestemmelserne er af meget generel karakter. Som anført negligeres juridisk bistand ofte i mindre selskaber, da individuelt tilpassede løsninger er dyre. Først skal juristen identificere, hvilke risici der er forbundet med ejerskabet og herefter koncipere hensigtsmæssige bestemmelser for at minimere disse. Juristen skal også overbevise ejerne om, at det er nødvendigt med den pågældende regulering. Før bestemmelserne, som konciperes i en ejerftale, er effeciente for parterne, skal disse være nyttemaksimerende. En ejerftale er altså *Pareto-optimal*, når parterne ikke kan opnå større nytte ved nogen anden udformning af ejerftalen. Før en ejerftale er *Pareto-optimal* for to parter, ville det kræve, at parterne havde statiske præferencer, hvilket ikke, som påpeget i kapitel 3, er realistisk. Selvom tanken om en *Pareto-optimal* ejerftale alene synes teoretisk, er en individualiseret ejerftale ofte den bedste løsning, såfremt transaktionsomkostningerne herved ikke overstiger værdiskabelsen af aftalen.¹⁸⁵ Nedenfor vil det blive vurderet, hvilke bestemmelser som potentielt ville kunne have medvirket til at løse eller deeskalere parternes konflikt, såfremt disse var blevet indsat i ejerftalen, inden denne opstod.

¹⁸² Neville., s. 282

¹⁸³ Elizabeth J. Boros, *Minority Shareholders' Remedies* (Oxford: Clarendon Pres, 1995), s. 322

¹⁸⁴ Jens Chr. Hesse Rasmussen og Anders Rubenstein, "Deadlock-situationer i ejer- og joint venture-aftaler", 1-10., s. 3

¹⁸⁵ Neville., s. 283

5.3.1 Exit bestemmelser

Hvis forhandlinger og eventuelt brug af konfliktmægling, se nærmere herom nedenfor, ikke kan løse konflikten, er det ofte behørigt at bringe parternes fælles ejerskab til ophør. Når den ene part forsvinder ud af ligningen, vil konflikten mellem to kapitalejere oftest ophøre. Parterne ville dermed kunne have løst konflikten, inden den opstod ved at have anvendt exit bestemmelser i ejeraftalen. Inden kapitalejere beslutter sig for at bringe et fælles ejerskab til ophør, er det væsentlig at foretage en afvejning af, hvorvidt den værdi som er forbundet ophør, overstiger den værdi der trods ulemperne, er ved at fortsætte deres fælles ejerskab. Udgangspunktfor exit klausuler bør være en model, hvorved selskabets interesse varetages bedst muligt. Det synes formålsløst at indløse den ene part, hvorefter selskabet ikke længere kan fortsætte sin drift, eksempelvis på grund af manglende *know-how* eller likviditet. Ligeledes er det af stor betydning, at bestemmelserne forsøges fair indrettet, således parterne rent faktisk kan blive enige om indsættelsen af disse.¹⁸⁶ I alene 19 pct. ud af de 72 ejerftaler som Kruhl i en empirisk undersøgelse gennemgik, var der aftalt en form for option.¹⁸⁷

5.3.1.1 Anvendelsen af exit bestemmelser

Som beskrevet igennem hele afhandlingen kan hverken den nuværende lovgivning eller markeds kræfterne afhjælpe parternes konflikt, hvorfor det i bagklogskabens lys synes behørigt at have aftalt øvrige exit muligheder. Et argument mod brugen af exit muligheder i et majoritets- og minoritetsejerforhold er dog, at så længe majoriteten ikke kan begunstige sig selv økonomisk, kan minoriteten forvente, at majoriteten varetager begge interesser. Argumentation hertil er opbygget omkring profitmaksimering, hvorefter det argumenteres for at dét, der er godt for majoriteten, også er godt for selskabet og hermed også minoriteten.¹⁸⁸ Som anført i kapitel 3 holder denne antagelse langt fra altid stik. Især i mindre selskaber vælger majoriteten ofte at tillægge det større vægt at bibeholde sin indflydelse frem for at profitmaksimere. I modsætning hertil kan det argumenteres for, at netop exit muligheder giver parterne størst muligt incitament til at handle i selskabets interesse, da alle andre handlinger vil medføre, at den anden part forlader selskabet. Exit bestemmelser forekommer ligeledes nødvendige, da disse er den eneste slags regulering, som giver en minoritetskapitalejer en stærk forhandlingsposition. Exit bestemmelserne kan hermed bevirke genvundet tillid, loyalitet og langsigtet engagement i ejerskabet eller muligheden for at forlade selskabet.¹⁸⁹ Det kan også synes relevant at

¹⁸⁶ Rasmussen og Rubenstein., s. 3

¹⁸⁷ Kruhl., s. 64

¹⁸⁸ Neville., s. 285

¹⁸⁹ Neville., s. 288

påpege, at selskaber med begrænset hæftelse bygger på et princip om, at der altid findes en exit mulighed, idet man har ret til at sælge sine kapitalandele. Som tidligere anført er dette sjældent en mulighed i mindre kapitalselskaber, hvilket især forstærkes af en konflikt mellem ejerne. I denne situation synes der at være en anseligt behov for øvrige exit muligheder. Der kan hertil argumenteres for, at en forgodtbefindende mulighed for at forlade selskabet er et middel til at sikre et effektivt drevet selskab. Selvom exit bestemmelser er omdiskuterede, synes disse, især i en situation som i casen, at have sin berettigelse. Generelt set synes udvidet exit muligheder at kunne tilsikre en mere effektiv proces, da disse i en vis udstrækning eliminerer omkostnings- og tidstunge processer samt fjerner en ofte besværlig bevisførelse. Ligeledes synes exit bestemmelser at være et godt supplement til de nuværende regler i selskabslovgivningen, idet anvendelse heraf er forbundet med stor usikkerhed.¹⁹⁰

5.3.1.1.1 Begrænset eller ubegrænset mulighed

Som argumenteret ovenfor synes udvidet exit bestemmelser at have sin berettigelse i visse ejerftaler. Det mest relevante spørgsmål hertil er dog, hvorvidt muligheden skal være fuldstændig ubegrænset. Ældre litteratur der behandler ejerftaler (dengang kaldet aktionæroverenskomster) synes slet ikke at overveje en ubegrænset exit mulighed. Således omtaler Andersen¹⁹¹ i sit værk fra 2000 om aktionæroverenskomster slet ikke muligheden for ubegrænsede bestemmelser. Derimod synes Andersen alene at være af den opfattelse, at en købsret skal være afhængig af en hændelse såsom misligholdelse af aftalen eller betalingsstandsning.¹⁹²

Det synes overordnet nødvendigt at indrette exit bestemmelser, således at disse tager højde for selskabets stabilitet, men også ejerens interesse i at kunne investere deres kapital andetsteds. Hvis mulighederne er for indsnævrede, er disse uanvendelige, mens for brede muligheder kan medføre finansiell ustabilitet samt forstyrrelse af selskabet. Det er derfor essentielt, at exit bestemmelser ikke bringer hele selskabets eksistensgrundlag i fare. En måde hvorpå dette kan sikres, er ved at gøre exit klausulen begrænset af, at anvendelse heraf ikke må tilføre selskabet alvorlig skade. Vurderingen heraf bør foretages af en uvildig sagkyndig tredjemand, der allerede er udpeget på forhånd.¹⁹³

¹⁹⁰ Neville., s. 289

¹⁹¹ Eigil Lego Andersen, *Paradigma: Aktionæroverenskomster* (København: Forlaget Thomson, 2000).

¹⁹² Andersen., s. 84ff.

¹⁹³ Neville., s. 290

5.3.1.2 Mulige bestemmelser

5.3.1.2.1 Call og put optioner

Den type af bestemmelser som er mest velkendt, er såkaldte optioner. Generelt kan en call option defineres som en bestemmelse, der giver retten men ikke pligten til at *købe* den anden parts kapitalandele til en på forhånd fastsat pris. Den anden part har pligt til at sælge, såfremt optionen aktiveres.¹⁹⁴ En put option er modsat en call option en bestemmelse, der giver retten men ikke pligten til at *sælge* sine kapitalandele til en på forhånd fastsat pris. Den anden part har pligt til at købe, såfremt optionen aktiveres.¹⁹⁵ En call option synes fordelagtig for en majoritetskapitalejer, der ønsker at foretage handlinger i selskabet, der måske besværliggøres af en minoritetskapitalejer. Modsat giver en put option en fordel for en minoritetskapitalejer, der ønsker at forlade et selskab, som ikke efter dennes opfattelse drives optimalt af majoriteten. I selskaber hvori der findes en majoritetskapitalejer og en minoritetskapitalejer, synes det derfor ganske intuitivt, at en call option tildeles majoriteten, mens en put option tildeles minoriteten.

Det er fundamentalt, at prisen på optionerne fastsættes korrekt, da en ukorrekt prisfastsættelse giver incitament til at udnytte optionen med henblik på at opnå en gevinst. En populær måde at prisfastsætte en option er via en på forhånd udpeget uafhængig statsautoriseret revisor. Idet værdien af et selskab løbende ændres, bør optionerne indrettes således, at værdiansættelsen sker på tidspunktet, hvor en af parterne ønsker at udnytte denne. Det bør ligeledes aftales, hvem der skal afholde udgifterne for værdiansættelsen. Det synes mest fair, at den part som ønsker at udnytte sin option afholder udgifterne. I teorien bør prisen på en option fastsættes til præcis markedsprisen, da dette tilsikrer at ingen af parterne kan opnå en direkte fordel ved at udnytte deres option.¹⁹⁶ Denne tilgangsvinkel synes dog ikke anvendelig i praksis, da værdiansættelsen af et unoteret kapitalselskab er forbundet med en vis usikkerhed, hvilket bl.a. skyldes manglede markedsdato samt eksempelvis, om der bør indregnes en likviditetsrabat grundet omsættelighedsbegrænsninger.¹⁹⁷ For at undgå spekulation fra parterne omkring værdiansættelsen samt for at fremme fælles, loyale og imødekommende forhandlinger mellem disse, således at det fælles ejerskab ikke blot droppes uden nærmere eftertanke, bør udnyttelsen af

¹⁹⁴ Katja Joo Dyppel, *Beskatning af finansielle kontrakter*, 1. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2012), s. 383

¹⁹⁵ Dyppel., s. 386

¹⁹⁶ Gilles Chemla, Michel A Habib, og Alexander Ljungqvist, "An Analysis of Shareholder Agreements", *Journal of the European Economic Association*, 5.1 (2007), 93–121., s. 104

¹⁹⁷ Petersen, Plenborg, og Schøler., s. 157

optionen ske til ”strafkurs”. I praksis ville denne kunne fastsættes som, at call optionen giver majoritetskapitalejeren mulighed for at købe minoritetskapitalejerens kapitalandele til eksempelvis 150 pct. af værdiansættelsen, mens put optionen giver minoritetskapitalejerens mulighed for at sælge sine kapitalandele til majoritetskapitalejeren for eksempelvis 66,67 pct. af værdiansættelsen. Sådanne modificeringer giver, trods at optionerne er ubegrænsede, incitament til ikke udnytte optionerne uden at der foreligger en konflikt, som ikke kan løses ved gensidige forhandlinger. Selvom optioner umiddelbart virker ganske anvendelige på løsningen af en konflikt mellem to parter, som den i casen, findes der nogle negative og ikke negligerbare ulemper. Først og fremmest kan enigheden om optioner være forbundet med store transaktionsomkostninger, hvilket såfremt der ikke opstår en konflikt alt andet lige vil være komplet værdispild. Derudover kan transaktionsomkostningerne i værste fald bevirke, at parterne ikke i første omgang blive enige om et fælles ejerskab af selskabet, hvorved selskabet kommer til at mangle kapitalen fra investoren og dermed ikke opnår sit fulde potentiale. Såfremt parterne bliver enige om indsættelsen af gensidige optioner, forrykker disse parternes forhandlingsposition markant. Hvis eksempelvis majoritetskapitalejeren gerne vil købe minoriteten ud, kan minoriteten handle på en sådan måde, at majoriteten tvinges til at betale den høje pris i call optionen. Modsat kan majoriteten også handle på en sådan måde, at minoriteten i sidste ende ikke længere ønsker at være en del af selskabet, hvorved denne er påtvunget at lade sig indløse til den lave pris i put optionen.

Gensidige optioner i form af call og put optioner synes at kunne løse parternes konflikt i casen, da A hermed har muligheden for at købe B’s kapitalandele, uden at B kan modsætte sig dette. Selvom en sådan tvangsindløsning umiddelbart synes ganske vidtgående, må compensationen i form af en pris på 150 pct. opveje for ulempen herved. Det må antages, at A alene vil anvende sin call option, såfremt denne virkelig ikke ønsker at fortsætte samarbejdet.

5.3.1.2 Musefældeklause

Alternativt til optioner findes der en såkaldt musefældeklause. En musefældeklause hjemler kort sagt, at en kapitalejer tilbyder at købe den anden kapitalejers kapitalandele til en bestemt kurs. Den anden kapitalejer skal herefter beslutte, hvorvidt denne vil acceptere eller afslå den tilbudte kurs. Såfremt tilbuddet afslås, skal ejeren, som afslår, købe den initierende ejers kapitalandele til samme kurs, som denne tilbød. Klausulens styrke synes at være, at den tvinger kapitalejeren, som fremsender tilbuddet til at give en fair kurs, da kursen skal være tilpas høj til, at parten selv vil sælge sine

kapitalandele til denne, men samtidig ikke være højere end at parten også er villig til at købe den andens kapitalandele til kursen.¹⁹⁸ Rationalet bag en musefældeklause er derfor, at den ejer som værdisætter kapitalandele højt, opnår ejerskab over disse. Selvom en musefældeklause umiddelbart virker som en anvendelig måde at løse en konflikt mellem to kapitalejere, skal indsættelsen i en ejer-aftale nøje gennemtænkes. Først og fremmest synes en musefældeklause alene anvendelig i selskaber, hvor kapitalejerens finansielle styrke er forholdsvis identisk, da en stærk kapitalejer ellers kan spekulere i at udnytte klausulen ved at fremsætte et tilbud med en lav kurs på et tidspunkt, hvor den stærke kapitalejer ved, at den svage kapitalejer ikke har mulighed for at afslå, fordi denne ikke har den fornødne kapital til at købe den stærke kapitalejers kapitalandele. En musefældeklause kan altså i værste fald ende med, at den stærke part køber den svage part ud til en pris væsentligt under markedspris. En anden svaghed ved en musefældeklause er, at såfremt en af kapitalejerne har et større tilhørsforhold til selskabet end den anden, eksempelvis som det er tilfældet i casen, ved denne part ikke, såfremt der sker en initiering af klausulen, om denne fortsætter som eneejer af selskabet eller mister sit ejerskab af selskabet. En musefældeklause anvendes derfor sjældent i praksis, da kapital-ejere oftest ikke ønsker at acceptere de ulemper og risici, som er forbundet hermed.¹⁹⁹ Af de 72 undersøgte ejer-aftale af Kruhl indeholdt alene kun enkelte en musefældeklause.²⁰⁰

Selvom en musefældeklause kunne løse konflikten mellem parterne i casen, synes løsningen ikke at være hensigtsmæssig. Først og fremmest ville A ikke risikere at miste ejerskabet med selskabet. Derudover er parternes andel af selskabet så skævt fordelt, at klausulen ikke synes rimelig. Således er det urealistisk, at parterne ville kunne opnå enighed om at indsætte en musefældeklause i deres ejer-aftale.

5.3.1.2.3 Kuvertklause

En anden mulig klause, som er i stil med en musefældeklause, er en såkaldt kuvertklause. Klausulen indebærer ganske simpelt at parterne, såfremt klausulen aktiveres, afgiver et på bud på køb af den andens kapitalandele, og den højestbydende opnår herefter lov til at købe den anden parts kapitalandele til den tilbudte kurs. Ligesom ved en musefældeklause synes en kuvertklause at tilsikre, at den af kapitalejerne som værdisætter selskabet højest også opnår ejerskab med dette. Ulemperne ved en

¹⁹⁸ Kruhl., s. 309

¹⁹⁹ Rasmussen og Rubenstein., s. 5f.

²⁰⁰ Kruhl., s. 309

kuvertklausul er dog meget lig ulemperne ved en musefældeklause²⁰¹, hvorfor denne ikke vil være nyttig i ejerftalen mellem parterne i casen.

5.3.1.2.4 Auktionsmodel

En auktsionsmodel ligner i høj grad både en musefældeklause og en kuvertklause. Parterne skiftes til at give bud, hvorefter den part som i sidste ende byder højest køber den anden parts kapitalandele til den aftalte kurs.²⁰² Modellen synes ej heller nyttig, grundet det ovenfor anførte.

5.3.1.3 Exit bestemmelse i ejerftalen

Ud fra ovenstående vurdering af mulige exit bestemmelser synes alene optioner at være anvendelige i parternes ejerftale. Selvom anvendelsen af optioner er forbundet med visse ulemper, synes disse at kunne løse konflikten mellem parterne på en måde, som alt andet lige er bedre end en konflikt, der ikke kan løses og som i værste fald medfører, at selskabet ikke længere kan fortsætte, hvilket hverken er i parternes eller samfundets interesse. Der skal derfor ved overvejelserne om at indsætte ubegrænsede call og put optioner i ejerftalen foretages en afvejning af fordele og ulemperne herved. Optionerne synes at have en vis berettigelse i tilfælde af en konflikt som den mellem A og B. Ulemperne er dog den usikkerhed, som en ubegrænset exit mulighed medfører, samt de transaktionsomkostninger der er forbundet med at indsætte optioner i en ejerftale. Idet at udnyttelsen af optionerne sker til en straffkurs, synes disse at give incitament til at løse konflikten ved forhandling, hvorfor optioner alene vil anvendes i yderste konsekvens.

En bestemmelse kunne konciperes som, at såfremt en part ønskede af anvende sin option, skulle en uvildig sagkyndig tredjemand foretage en vurdering af, om anvendelse ville tilføre selskabet alvorlig skade. Såfremt dette ikke er tilfældet, har A ret til for egen regning at få foretaget en værdiansættelse af selskabet af en på forhånd udpeget uafhængig statsautoriseret revisor samt efterfølgende at kunne købe B's kapitalandele til 150 pct. af den fastsatte kurs. B har ligeledes ret til for egen regning at få foretaget en værdiansættelse af selskabet af en på forhånd udpeget uafhængig statsautoriseret revisor, hvorefter A er forpligtet til at købe B's kapitalandele til 66,67 pct. af den fastsatte kurs.

²⁰¹ Rasmussen og Rubenstein., s. 7f.

²⁰² Rasmussen og Rubenstein., s. 8

5.3.2 Misligholdelse

Parternes ejeraftale indeholder en misligholdelsesbestemmelse, som hjemler at ved misligholdelse kan den ikke-misligholdende part søge de dispositioner, til hvilken den misligholdende part var forpligtet, gennemført, ligesom den krænkede part skal være berettiget til erstatning i overensstemmelse med dansk rets almindelige regler. Da bestemmelsen både åbner for muligheden for at søge de relevante dispositioner gennemført samt erstatning, kan bestemmelsen potentielt have en indvirkning på løsningen af konflikten, derudover har bestemmelsen, formentlig, en præventiv effekt. En misligholdelse af ejeraftalen kunne eksempelvis være en overdragelse af kapitalandele til tredjemand uden samtykke fra den anden part eller at stemme anderledes på generalforsamlingen end aftalt. Dog indeholder misligholdelsesbestemmelsen ingen mulighed for at tvangsindløse den misligholdende part, hvilket ellers i praksis ofte indsættes. Kruhl har i sin empiriske undersøgelse af ejeraftaler fundet frem til, at en af de mest hyppige misligholdelsesbeføjelser udover erstatning er en købe- og/eller salgsret for den ikke-misligholdende part. Årsagen til en sådan beføjelse er at gøre det nemmere at tvangsindløse en misligholdende kapitalejer frem for at opfylde betingelserne i SL § 362, stk. 3. En anden misligholdelsesbeføjelse, som alternativt eller sideløbende kan indskrives, er konventionalbod. Ved at anvende en sådan rettighed slipper den ikke-misligholdende part for at skulle bevise størrelsen af et tab, hvilket i praksis ofte kan være vanskeligt.²⁰³

Ved indsættelsen af misligholdelsesbestemmelser må strenge sanktioner medføre højere transaktionsomkostninger, hvorfor en aftale potentielt ikke indgås, mens for lempelige sanktioner ved misligholdelse kan medføre, at ellers rentable kontrakter ikke indgås. En *pareto-optimal* misligholdelsesbestemmelse må derfor være en bestemmelse, hvorved parterne ved at forfølge deres egeninteresse har incitament til at samarbejde. Derudover bør bestemmelsen bevirke at samarbejde prioriteres, såfremt sanktionen ved misligholdelse svarer præcis til det tab, som et brud på ejeraftalen påfører den anden part.²⁰⁴ Et andet vigtigt parameter af betydning for om aftaler indgås er, hvorvidt disse kan håndhæves. Et fravær af muligheden for håndhævelse medfører, at parterne ikke samarbejder. Helt overordnet kan følgende opstilles, en part vil ikke bryde aftalen, såfremt partens omkostninger ved at overholde ejeraftalen er mindre end omkostningerne ved at bryde denne.²⁰⁵

²⁰³ Kruhl., s. 228f.

²⁰⁴ Eide og Stavang., s. 392

²⁰⁵ Eide og Stavang., s. 394

Et tillæg til parternes nuværende bestemmelse om misligholdelse kunne konciperes som, at hvis en part væsentligt misligholder sine forpligtelser i henhold til ejeraftalen, skal den misligholdende part bringe misligholdelsen til ophør inden 30 dage efter skriftligt påkrav fra den anden part. Såfremt påkravet ikke opfyldes, er den anden part berettiget til at købe den misligholdende parts kapitalandele i selskabet. Det synes ligeledes relevant at specificere, hvornår der er tale om væsentlig misligholdelse, hvilket bl.a. kunne omfatte en overtrædelse af omsætningsbegrænsningerne og økonomiske forpligtelser. Kursen på kapitalandelene fastsættes eksempelvis til 90 pct. af værdiansættelsen af en på forhånd udpeget uafhængig statsautoriseret revisor.

5.3.2 Tvistløsning

Parterne har i deres ejerftale allerede indsat en værnetingsbestemmelse. Bestemmelsen synes dog uden nogen relevans, idet denne alene påpeger, at enhver tvist som udspringer af deres fælles ejerskab af selskabet skal afgøres ved de danske domstole. Som påpeget i kapitel 4 er mulighederne for at løse parternes tvist ved domstolene forbundet med stor usikkerhed, store omkostninger og langsommelighed. En løsning hertil kunne være at koncipere en værnetingsbestemmelse, som imødegår disse udfordringer ved en retssag.

5.3.2.1 Gensidige forhandlinger

Først om fremmest bør der indsættes en frase som anfører, at enhver tvist eller uoverensstemmelse der måtte opstå grundet parternes fælles ejerskab af selskabet eller af ejerftalen skal søges løst ved fælles, loyale og imødekommende forhandlinger. Det i kapitel 2 anførte viser at disse forhandlinger antageligt ikke vil løse den pågældende konflikt. Dette er dog ikke en selvfølge, hvorfor en regulering heraf i ejerftalen ville kunne minde parterne om, hvad de havde aftalt inden konflikten opstod samt øge fokus på loyalitet mellem parterne.

5.3.2.2 Mediation

I stedet for at enhver tvist eller uoverensstemmelse, som ikke kan løses ved forhandlinger, ender ud i en retssag, bør ejerftalen indeholde et krav om konfliktmægling. Bestemmelsen kunne udformes som, at parterne har ret til at henstille et i forvejen valgt meditationsinstitut om at udpege en uvildig mægler, som skal søge tvisten løst. Konfliktmægling defineres af Vibeke Vindeløv som *”En frivillig og fortrolig konfliktløsningsmetode, hvor en eller flere upartiske tredjepersoner hjælper parterne med selv at finde og forhandle sig frem til en for dem tilfredsstillende løsning gennem en struktureret*

proces. Mægler rammesætter og leder mæglingen, men træffer ingen afgørelse.”²⁰⁶ Konfliktmægling giver naturligvis kun mening frem til, at en konflikt er eskaleret til en vis grad. Konflikten i afhandlingens case er antageligt, som anført i kapitel 2, nået et trin på konfliktrappen, hvorved mægling potentielt ikke længere er konstruktivt. Derimod kunne det forestilles, at såfremt parterne havde haft en bestemmelse om mediation i deres ejeraftale, ville parterne have anvendt sig heraf inden konflikten eskalerede til det nuværende niveau. Alene 19 pct. af alle ejeraftaler, som indeholder en tvistløsningsbestemmelse, undersøgt af Kruhl, indeholdt en klausul om mediation.²⁰⁷

5.3.2.3 Voldgift

Såfremt en konflikt ikke kan løses ved gensidige forhandlinger eller mediation, er det nødvendigt at regulere, hvordan tvisten endeligt og bindende skal afgøres. I parternes nuværende ejeraftale fremgår det, at enhver tvist skal afgøres ved domstolene. Som påpeget af flere omgange vil en sådan retssag både være omkostningstung og tidskrævende og vil sandsynligvis strække sig til flere instanser, hvorved både parternes og selskabets økonomi samt renommé kan lide uoprettelig skade. Det synes altså ikke essentielt for hverken parterne eller selskabet, at tvisten bliver anlagt ved de danske domstole. En ofte anvendt løsning hertil er en voldgiftklausul, hvorved parterne forpligter sig til, at en voldgiftret kan afgøre konflikten. Kruhl har ud fra hans empiriske undersøgelse fundet, at 91 pct. af de undersøgte ejeraftaler, der havde en tvistløsningsbestemmelse, indeholdt en voldgiftklausul.²⁰⁸ I klausulen bør det ligesom ved mediation bestemmes, hvilket institut voldgiftssagen skal føres ved. Hertil bør det anføres, at voldgiftssagen skal føres efter instituttets regler, hvori det bl.a. er reguleret, hvordan udpegning og godkendelse af voldgiftsdommere foregår.

Fordelene ved voldgift er generelt, at det er tidsbesparende, samt at processen kan foregå i diskretion. Det bliver nogle gange anført, at voldgifts behandling også er omkostningsbesparende, der synes dog ikke at foreligge empiriske undersøgelser, som kan bekræfte dette. En anden fordel er også, at parterne har mulighed for at udvælge dommere, som kan have særligt kendskab og kompetencer inden for tvistens område. Parterne kan herved have en større forventning om en mere konkret afgørelse i forhold til, hvad en almindelig domstol ville komme frem til. Ligeledes synes det fordelagtigt, at en voldgiftskendelse er endelig og dermed mindre tidskrævende. Da en voldgiftskendelse ikke kan ankes, gives der dog afkald på en vis retssikkerhed, da anke netop er begrundet hermed ved domstolene.

²⁰⁶ Vindeløv., s. 50f

²⁰⁷ Kruhl., s. 52

²⁰⁸ Ibid.

Der kan ske fejl i afgørelser, og en voldgiftkendelse risikerer derfor at være endelig og forkert. En anden klar fordel for parterne synes dog at være, at tvisten ikke bliver offentlig kendt. Hvorvidt dette også er i samfundets interesse er mere tvivlsomt.²⁰⁹

Selvom voldgift synes at være et godt alternativt til en retssag, har Schaumburg-Müller og Gomard anført, at ikke alle tvister er egnet til behandling herved. De anfører, at det må antages, at eksempelvis tvister om gyldigheden af generalforsamlingens beslutninger ikke er egnet til voldgiftbehandling.²¹⁰ Set i lyset af afhandlingens kapitel 4 synes især en tvist om gyldigheden af en rettet emission til markedskurs samt efterfølgende tvangsindløsning, som potentiel er i strid med SL § 108, ifølge Schaumburg-Müller og Gomard ikke at egne sig til voldgiftbehandling.

5.3.2.4 Fordele ved mediation frem for voldgift

Der synes at være en udbredt enighed om, at et forlig ved hjælp af mediation er en særdeles effektiv løsning. En af de mest markante fordele ved at anvende mediation før voldgift synes at være, at et forlig kommer i stand langt hurtigere. Ydermere er der i mediation, hvilket synes særligt interessant set i lyset af casen, mulighed for at anvende ikke-juridiske påstande, hvorved bl.a. kommercielle overvejelser kan spille en rolle. Selvom en konflikt ikke helt eller delvist bliver løst gennem mediation, er det ikke altid ensbetydende med at ressourcerne, som er anvendt i konfliktmæglingen, er spildt. Efter et mediationsforløb må parterne alt andet lige have opnået et større indsyn og potentielt empati for den andens parts holdning. Dette kan medvirke, at voldgiftssagen potentielt skæres til, således processen bliver mere effektiv.²¹¹

Langt størstedelen af alle tvister mellem kapitalejere ender sandsynligvis med en form for forlig, hvad enten forliget kommer i stand med hjælp fra konfliktmægling eller blot ved forhandling. Selvom hovedparten ender i forlig, synes det irrationelt, at ikke alle tvister forliges, eftersom et forlig sparer parterne for transaktionsomkostninger. Det må antages, at hovedårsagen til at konflikter ikke forliges skyldes, at parterne i en tvist har forskellig opfattelse af, hvilken afgørelse en domstol eller voldgift vil komme frem til. Manglede succes af konfliktmægling forekommer, hvis parterne har en relativt optimistisk opfattelse af egne muligheder for at vinde i sagen. Den forventede nytte overstiger hermed

²⁰⁹ Eide og Stavang., s. 544ff.

²¹⁰ Schaumburg-Müller og Werlauff., s. 205

²¹¹ Henrik Udsen, *Festskrift til Mads Bryde Andersen* (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2018)., s. 240ff.

nyttien, som opnås ved et forlig. Det må ligeledes antages, at desto højere parterne er på konfliktrappen, desto større transaktionsomkostninger ved et forlig, hvorfor forliget kan blive urentabelt. En anden årsag til manglede succes ved mediation skyldes asymmetrisk information. En parts relative optimisme kan reelt hindres ved at informationer videregives til den anden part, hvorved dennes optimisme bliver mere virkelighedsnær.²¹²

5.3.2.5 Optimal regulering af tvistløsning

Med afsæt i det anførte findes det mest efficient at regulere tvistløsning i en ejerftale mellem to parter med et krav om gensidige forhandlinger efterfulgt af mediation og dermed kun i yderste konsekvens en voldgiftssag. En sådan model synes at imødegå samt potentielt afværge en eskalering af en konflikt. Ydermere er modellen formentlig mindre tidskrævende end en klassisk retssag og kan potentielt have lavere omkostninger, dog med forbehold for at en voldgiftssag kan være omkostningstung. Sidst men ikke mindst tilsikrer modellen diskretion.

5.4 Effcient regulering i ejerftale

Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at parterne i casen ikke i deres ejerftale har reguleret deres fælles ejerskab effektivt. Der synes at være løsninger som både er juridisk mulige, men samtidig også ud fra et økonomisk synspunkt mindsker et værdispild forbundet med en konflikt, idet disse bestemmelser bidrager med redskaber, som enten direkte løser denne ved at parterne bliver enige eller som sikrer, at deres fælles ejerskab af selskabet ophører. Den mest effektive, men også mest diskutabile løsning på konflikten er gensidige optioner i form af en call option og en put option. En sådan bestemmelse kan ubetinget bringe parternes fælles ejerskab til ophør. Der synes dog at være visse ulemper herved, hvorfor der skal foretages en grundig afvejning inden optioner indsættes. Ligeledes burde der indsættes en udvidet misligholdelsesbestemmelse. En sådan bestemmelse bør indeholde en købsret for den ikke-misligholdende part ved den anden parts væsentlige misligholdelse. Sidst men ikke mindst synes parternes værnetingbestemmelse ikke at være efficient, da det som påpeget af flere omgange kan være særdeles tidskrævende og omkostningstungt at føre en retssag med afsæt i konflikten i casen. Derfor synes det relevant at indsætte en fast rækkefølge for løsning af konflikter. Først og fremmest skal en konflikt søges løst ved fælles, loyale og imødekommende forhandlinger. Hvis ikke konflikten løses herved, har parterne pligt til at anvende mediation, som i praksis ganske ofte er effektivt ved bl.a. at være konfliktnedtrappende samt omkostnings- og tidsbesparende. Såfremt

²¹² Eide og Stavang., s. 535ff.

konflikten ikke er løst ved hverken forhandling eller mediation, synes det nødvendigt med en endelig og bindende afgørelse, hvorfor voldgift er oplagt. Voldgift sikrer modsat en retssag diskretion og er som oftest mindre tidskrævende.

Kapitel 6 – Konklusion

Overordnet kan det konkluderes, at parterne i casen ikke har reguleret deres fælles ejerskab af selskabet efficient. Eftersom hverken forhandling eller selskabslovens regler kan afhjælpe konflikten, burde parterne have benyttet den udstrakte aftalefrihed til at indrette deres fælles ejerskab på den, for dem, mest hensigtsmæssige måde. Parterne kunne ved brug af de opstillede bestemmelser i deres ejerftale have opnået en mere efficient regulering af konflikten. Bestemmelserne er et forsøg på, inden for rammer af loven, at løse konflikter mere efficient ved at sikre at parternes primære fokus er at varetage selskabet interesse, hvad enten dette betyder et ophør af deres fælles ejerskab eller en forsoning af konflikten.

Det blev først og fremmest påpeget, at modsat den udbredte opfattelse om, at alle kapitalejere primært ønsker at allokere ressourcerne i selskaber på en profitmaksimerende måde, har størstedelen af kapitalejere i mindre selskaber ikke primært fokus herpå. Herefter blev der foretaget en inddeling af konflikter i niveauer, hvorefter det blev vurderet, hvor konflikten i casen var placeret. Slutteligt blev kort belyst, hvilke konsekvenser konflikter mellem ejerne kan have.

Efterfølgende blev der ud fra neoklassisk teori samt *Coase-teoremet* forsøgt forklaret hvorfor en forhandling mellem parterne ikke lykkedes. Den umiddelbare konklusion herefter var, at størrelsen på de transaktionsomkostninger som var forbundet med forhandlingen medførte, at parterne var bedre stillet ved status quo. Da dette ikke synes at være en fyldestgørende forklaring på den mislykkede forhandling, blev der efterfølgende foretaget en modificering af de klassiske økonomiske antagelser via adfærdsøkonomisk teori, samt en belysning af de usikkerheder, som er forbundet med en sådan forhandling. Adfærdsøkonomien synes at kunne forklare, at økonomiske aktører ikke, som det ellers ofte antages, handler rationelt. I stedet har disse en inkonsekvent adfærd, som grundet hypoteser om *anchoring* og *reciprok altruisme* bevirker, at en kapitalejer ikke nødvendigvis allokerer sine ressourcer på en profitmaksimerede måde, men i stedet ud af en modificeret opstilling af nytte, som bl.a. tager højde for nuværende overbevisninger samt relationer til andre, maksimerer denne. Ligeledes blev det påpeget at økonomiske aktører, som ellers også ofte antaget, aldrig har konstante præferencer. En anden adfærdsøkonomisk faktor der øjensynligt har en indvirkning på udfaldet af en forhandling, er et såkaldt referenceniveau. En økonomisk aktørs referenceniveau bør tage højde for hypoteser som *the endowment effect*, *loss aversion* samt *the status quo bias*. Samlet set bevirker disse, at B potentielt værdisætter kapitalandele særligt højt i forhold til markedsprisen, da B allerede ejer disse.

En forventning om at kapitalandele i fremtiden stiger i værdi medfører også, at B ikke ønsker en ellers sikker gevinst nu og her. Angående usikkerheder synes parternes forhandlingsstrategi samt asymmetrisk information mellem disse at have indvirkning på forhandlingen. Samlet set synes ovenstående at kunne begrunde, hvorfor parterne ikke kan opnå enighed i deres forhandling.

Da konflikten ikke kan løses via forhandling, blev det belyst, hvorvidt A med hjemmel i selskabsloven kunne tvangsindløse B fra selskabet. Det blev først og fremmest analyseret, hvorvidt især SL § 362, stk. 3 kunne medvirke hertil. Da bestemmelsens anvendelsesområde fortsat er ukendt, men antageligt også ganske snævert, synes denne ikke at kunne finde anvendelse på problemstillingen i casen. En anden mulig tvangsindløsningsmetode som er beskrevet i *UfR 2013B.163*, er en udvanding af B's ejerandel via en rettet emission til markedskurs efterfulgt af tvangsindløsning efter SL § 70. Betingelsen for at anvende metoden er som udgangspunkt blot, at majoritetskapitalejeren har over 2/3 ejerandel, hvilket A opfylder. Efterfølgende bliver det dog vurderet om metoden er i strid med øvrige bestemmelser i selskabsloven. Det kan først og fremmest konkluderes, at lighedsgrundsætning i SL § 45 ikke er en hindring. Til gengæld er det mere usikkert, hvorvidt generalklausulen i SL § 108 kan tilsidesætte dispositionerne. Hverken ordlyden af bestemmelsen, forarbejder eller retspraksis kan svare entydigt på dette, hvorfor der blev foretaget en sammenholdning af førende juridisk litteratur på området. Blandt forfattere blev der påvist divergerende holdninger, hvorefter det måtte konkluderes, at metoden ikke fuldstændig kan udelukkes, men at det vil være forbundet med store usikkerheder. Slutteligt blev det dog også konkluderet, at såfremt B ønskede at anfægte metode, ville en sådan retssag antageligt være både tidskrævende og omkostningstung.

Afslutningsvis blev det vurderet, at parterne ikke havde benyttet den brede aftalefrihed til at regulere deres fælles ejerskab af selskabet efficient, da hverken deres ejerftale, forhandlinger eller lovgivningen kunne løse denne. Der blev herefter foretaget afvejning af, hvorvidt en sådan regulering skulle ske i vedtægterne eller ejerftalen. Uden en gennemgåede afvejning, blev det besluttet at tage udgangspunkt i en ejerftale. Det blev herefter belyst, hvilke incitament er parterne har for at indgå en gennemarbejdet og anvendelig ejerftale. Herefter blev det anført, at exit bestemmelser i ejerftalen ville kunne have løst den ellers fastlåste konflikt. En exit bestemmelse var bedst duelig i form af en call og put option tildelt henholdsvis majoriteten og minoriteten. For at imødegå at optioner uden nærmere eftertanke blev afbenyttet, blev det fastsat at anvendelse af disse skulle ske til en "strafkurs". Det blev herefter belyst, at selvom optioner i den konkrete konflikt ville være effektive, er anvendelse heraf

ikke uden bagsider, hvorfor der bør foretages en nøje afvejning inden ubegrænsede optioner indsættes. En bestemmelse som parterne allerede havde i deres ejerftale, men som kunne konciperes mere efficient var misligholdelsesbestemmelsen. Denne bør udover retten til erstatning også indeholde en købs- og/eller salgsret for den ikke-misligholdende part. Slutteligt blev det påpeget, at anlæggelse af en retssag ved domstolene ikke var efficient. I stedet burde en værnetingsbestemmelse indeholde krav om, at konflikter forsøges løst ud fra en rækkefølge, som tilsiger, at denne først søges løst ved forhandling efterfulgt af mediation og derfor kun som sidste udvej, ved behov for en endelig og bindende afgørelse, en voldgiftssag.

Litteraturfortegnelse

Andersen, Eigil Lego, *Paradigma: Aktionæroverenskomster* (København: Forlaget Thomson, 2000)

Andersen, Paul Krüger, *Aktie- og anpartsselskabsret: Kapitalselskaber*, 13. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2017)

Blount, Sally, “When Social Outcomes Aren’t Fair: The Effect of Causal Attributions on Preferences”, *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 1995, 131–44

Boros, Elizabeth J., *Minority Shareholders’ Remedies* (Oxford: Clarendon Pres, 1995)

Bunch, Lars, og Jan Schans Christensen, “Selskabets egeninteresse - navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler”, *Ugeskrift for Retsvæsen*, 2011, 1–7

Bunch, Lars, og Søren Corfixsen Whitt, *Selskabsloven med kommentarer*, 3. udgave (København: Karnov Group)

Chemla, Gilles, Michel A Habib, og Alexander Ljungqvist, “An Analysis of Shareholder Agreements”, *Journal of the European Economic Association*, 5 (2007), 93–121

Christensen, Jan Schans, *Kapitalselskaber: aktie- og anpartsselskabsret*, 8. udg. (København: Karnov Group, 2017)

Coase, Ronald H., “The problem of the social cost”, *The Journal of Law & Economics*, 3 (1960)

Cooter, Robert, og Thomas Ulen, *Law and Economics*, 6. udg. (Berkley: Berkeley Law Books, 2016)

Dyppel, Katja Joo, *Beskatning af finansielle kontrakter*, 1. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2012)

Eckhoff, Torstein, *Rettskildelære* (Oslo, 1985)

- Eide, Erling, og Endre Stavang, *Rettsøkonomi*, 2. udg. (Oslo: Cappelen akademisk forlag, 2018)
- Evald, Jens, *Juridisk teori, metode og videnskab* (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2016)
- Evald, Jens, og Sten Schaumburg-Müller, *Retsfilosofi, retsvidenskab og retskildelære* (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2004)
- Fischer, Stephan, og Anders Ørgaard, “De selskabsretlige generalklausuler”, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2018:1, 2018
- Fode, Carsten, og Mette Neville, *SMV-bestyrelsen: Hele vejen rundt: Bestyrelsesarbejde i små og mellemstore virksomheder* (København: Karnov Group, 2018)
- Gomard, Bernhard, Hans Viggo Godsk Pedersen, og Anders Ørgaard, *Almindelig kontraktsret*, 5. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2015)
- Hansen, Jesper Lau, *Selskabsloven: De første 100 år*, 1. udg. (København, 2018)
- Hansen, Lone L, og Erik Werlauff, *Den juridiske metode: En introduktion*, 2. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2016)
- Jennings, Dennis L., Teresa M. Amabile, og Lee Ross, “Informal covariation assessment: Data-based vs. theory-based judgments”, 1982
- Kahneman, Daniel, Jack L Knetsch, og Richard H Thaler, “Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem”, *Journal of Political Economy*, 98 (1990), 1325–48
- Kahneman, Daniel, og Amos Tversky, “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, 47 (1979), 263–92
- Knetsch, Jack L., “The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves”, *The*

American Economic Review, 79 (1989), 1277–84

Krenchel, Jens Valdemar, og Søren Friis Hansen, *Dansk selskabsret 2* (København: Karnov Group, 2014)

Kruhl, Martin Christian, *Ejerftaler* (København: Thomson Reuters, 2011)

Lord, Charles G., Lee Ross, og Mark R. Lepper, “Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence”, *Journal of Personality and Social Psychology*, 37 (1979), 2098–2109

Munk-Hansen, Carsten, *Retsvidenskabsteori*, 2. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2018)

Murdock, Charles W., “Evolution of Effective Remedies for Minority Shareholders and Its Impact upon Valuation of Minority Shares of Minority Shares”, *Notre Dame Law Review*, 65 (1999)

Neville, Mette, “A Statutory Buy-Out Right in SMEs - An Important Corporate Governance Mechanism and Minority Protection?”, *Nordic & European Company Law*, 2010

Nisbett, Richard, og Lee Ross, “Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment”, *Englewood Cliffs*, 1980

Nørgaard, Ole, Sarah Weber, og Peter Langsted, “Rettede emissioner til markedskurs som majoritetsmisbrug”, *Ugeskrift for Retsvæsen*, 2013, 163–73

Petersen, C., T. Plenborg, og F. Schøler, “Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?”, *Ledelse & Erhvervsøkonomi*, 70 (2006), 157–72

Rabin, Matthew, “Psychology and Economics”, *Journal of Economic Literature*, 36 (1998), 11–46

Rasmussen, Jens Chr. Hesse, og Anders Rubenstein, “Deadlock-situationer i ejer- og joint venture-aftaler”, 1–10

Schaumburg-Müller, Peer, og Bernhard Gomard, *Kapitalselskaber og erhvervsdrivende fonde*, 8. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2015)

Schaumburg-Müller, Peer, og Erik Werlauff, *Vedtægter og ejerftaler: Med tjeklister og paradigmer*, 3. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2010)

Schaumburg-Müller, Per, “Afvigelse af fortegningsretten i aktieselskabsloven”, *Ugeskrift for Retsvæsen*, 1987, 270

Tvarnø, Christina D, og Ruth Nielsen, *Retskilder og retsteorier*, 5. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2017)

Tversky, Amos, og Daniel Kahneman, “Loss Aversion in Riskless Choice : A Reference-Dependent Model”, *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (1991), 1039–61

Udsen, Henrik, *Festskrift til Mads Bryde Andersen* (København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2018)

Vindeløv, Vibeke, *Konfliktmægling: En reflektiv model*, 3. udg. (København: Jurist- og Økonomforbundets forlag, 2013)

Werlauff, Erik, *Selskabsret*, 10. udg. (København: Karnov Group, 2016)

Werlauff, Erik, “Tvangsindløsning af minoritetsaktionærer efter frivilligt eller pligtmæssigt tilbud”, *Ugeskrift for Retsvæsen*, 2016, 1–5

Regulering

Betænkning; 1964 nr. 362 om revision af aktieselskabslovgivningen

Betænkning; 1969 nr. 540 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning

Betænkning; 2008 nr. 1498 Modernisering af selskabsretten

Lovbekendtgørelse 2006-06-15 nr. 649 Aktieselskabslov

Lovbekendtgørelse 2015-09-14 nr. 1089 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)

Forslag til lov 1992-10-28 nr. 61 om ændring af lov om aktieselskaber, lov om anpartsselskaber og lov om visse selskabers aflæggelse af årsregnskab m.v.

Retspraksis

UfR 1921.250 H; Højesterets dom af 21. januar 1921 i sag R Nr. 174/1920

UfR 1930.349 Ø; Østre Landsrets dom af 31. januar 1930 i sag III 48/1930

UfR 1934.1081 V; Vestre Landsrets dom af 14. august 1934 i Sag III 675/1934

UfR 1991.180/2 H; Højesterets dom af 28. januar 1991 i sag II 219/1990

UfR 1997.1358/2 H; Højesterets dom af 21. august 1997 i sag II 293/1996

UfR 2007.2546 Ø; Østre Landsrets dom af 13. juni 2007 i sagerne 4. afd. nr. B-809-06 og 4. afd. nr. B-1746-06