

Aktieoverdragelsesaftale

Virksomhedsoverdragelse

Indledning

Definition - Virksomhedsoverdragelse:

- En transaktion hvorved en funktionel enhed overføres fra én (sælger) til en anden ejer (køber) – på begge sider en eller flere juridiske eller fysiske personer.

Der er tale om et obligationsretligt køb.

Der er tale om en flerhed af aktiver og passiver, som tilsammen udgør overdragelsens genstand, direkte eller indirekte.

Normalt vil der alene være tale om en virksomhedsoverdragelse, såfremt overdragelsen medfører ændringer i kontrollen med målvirksomheden.

- **Køb af minoritetsaktieposter falder pr. definition uden for begrebet.**

Virksomhedsoverdragelsesaftalen er underlagt kontraktfrihedens grundsætning.

Grundlæggende kan en virksomhed overdrages i form af salg af kapitalandele, det vil sige aktier eller anparter, i målvirksomheden (aktiemodellen), eller i form af overdragelse af målvirksomhedens aktiver, med eller uden passiver (substansmodellen).

De to overdragelsesmodeller

Aktieoverdragelse:

- Køberen overtager et selskab, eksempelvis et aktie- eller anpartsselskab, med de aktiver og passiver, som targetsselskabet har pr. overdragelsestidspunktet.
- Selskabslovenes regler skal iagttages f.eks. om omsætningsbegrænsninger.
- Fordel: K kan videreføre eksisterende kontrakter, da der ikke foreligger noget debitorskifte.
 - U: ”Change of control-klausuler”
- Ulempe: Overtager samtlige risici vedrørende hidtidig drift.
- Ved store virksomheder → gør en aktieoverdragelse det lettere at identificere overdragelsens genstand.
 - Svært at få samlet overblik over aktiver og passiver jo større virksomheden er.
 - => Derfor er det en fordel at anvende aktiemodellen ved større virksomheder.
- Ved en aktieoverdragelse tilfalder købesummen målselskabets ejere direkte.
- Tilbudspligt efter SL § 70 gælder kun ved aktiekøb og ikke ved substanskøb.

Substansoverdragelse:

- Køberen overtager nærmere aftalte aktiver og passiver.
- Fordele og ulemper er vendt om:
- Fordel: K overtager ikke risici forbundet med den hidtidige drift eller gæld/andre forpligtelser
 - U: forpligtelser overfor lønmodtagere
- Ulempe: Der kræves samtykke til at bestående kontraktforhold fortsætter efter overdragelsen.
- Kun en del af virksomheden skal overdrages → benyttes substansmetoden.
- Købesummen går direkte til det sælgende selskab
 - Ejere kan derefter trække pengene ud (udbytte).

Skattemæssige forskelle:

- Herudover er der væsentlige forskelle på hvordan K hhv. S vil blive beskattet som følge af overdragelsen.

- Aktieoverdragelse:
 - Aktierne de relevante skattemæssige aktiver.
 - De skattemæssige forhold mht. aktier er udtømmende reguleret iht. ABL.
 - K ikke har mulighed for at afskrive mht. aktiernes anskaffelsessum.
 - I en aktieoverdragelse vil købesummen tilflyde aktionærene direkte.
- Aktivitetsoverdragelse:
 - Her må man se på de enkelte aktivtyper og den skattemæssige regulering af disse, hvorfor den samlede købesum skal fordeles på de enkelte aktiver, jf. AFL § 45, stk.2.
 - I en aktivoverdragelse vil købesummen gå til selve selskabet, hvorefter aktionærene vil kunne trække deres penge ud gennem enten udbytte, kapitalnedsættelse eller likvidation af selskabet.

Købets finansiering:

- Hvis VO skal ske gennem fremmedfinansiering kan dette tale for anvendelsen af substansmodellen, idet kreditgiver herved kan få sikkerhed i virksomhedens aktiver, hvilket er at foretrække frem for pant i aktier. Muligheden for sikkerhedsstillelse i en aktieoverdragelse er begrænset til aktierne i Targetselskabet.

Motiver for valg

Det er ikke muligt generelt at sige, hvilken overdragelsesform der er den mest fordelagtige, da det helt vil afhænge af de konkrete forhold. Det må dog konstateres, at der alt andet lige er lettere at gennemføre et aktiekøb, herunder i relation til udarbejdelsen af overdragelsesaftalen, og vel de fleste VO sker da også i form af aktieoverdragelser.

- Hel eller delvis overtagelse
- Finansiering
- Ejerforhold
 - Ikke interessant at købe minoritetsaktieposter.
- Solvens
 - Hvis tvivl herom → ikke købe aktierne.
- Eventualforpligtelser
 - Dem som ikke står i balancen. → noteføres
 - Uklare sager
 - Produktansvar
 - Kan disse ikke overskues → vælges aktivitetsoverdragelse
- Skat
 - >10% => skattefri overdragelse af aktier.
- Løbende kontraktsforhold
 - Undesøgelse af ”change of control”-klausul.
- Beskrivelsesproblemet
 - Kompliceret at lave en aktivitetsoverdragelse – beskrive.

Strukturering af aftalen – særlig vigtige klausuler

Generelt

- Koncipistreglen
 - Man skal være opmærksom på almindelige fortolkningsprincipper.
- Definitioner – katalog eller successivt i aftalen samt fortolkning.

- Normalt at man lægger aftalen ud med en række definitioner.
- Overdragelsens genstand og overtagelsestidspunktet (risikoovergang).
 - Det skal naturligvis gøres klart hvad aftalen omhandler.

Afståelsestidspunktet

Salg anses for sket ved tidspunktet for indgåelse af en bindende aftale

- → salget henføres således skattemæssigt til det indkomstår, hvor signing (bindende aftale) sker (retserhvervelsestidspunktet)

Udgangspunkt uden betydning hvilken overtagelsesdag der er aftalt

- herunder at overtagelsen af virksomheden eller gennemførelsen af aftalen (Closing) først sker i et efterfølgende indkomstår
 - undtaget herfra er omsætningsaktiver fx varelager hvor værdien først kan gøres op i overtagelsesåret, afståelse derfor først anset på overtagelsesdagen

Betingede aftaler

Betingelser => skal **formuleres klart og objektivt**

Der skelnes mellem suspensive ctr. resolute betingelser:

- Suspensiv:
 - Aftalen først bindende når betingelsen er opfyldt (reel tvivl om betingelsens opfyldelse, f.eks. godkendelse af lokalplan)
 - → beskatning udskydes til betingelsen er opfyldt. (JanP, siger i artikel at hvor udenfor parters kontrol, sker afståelsestidspunkt ved closing.(suspensiv) (R&RSM 1999.116 (pensum))
- Resolutiv:
 - Aftalens retsvirkning ophører, hvis betingelsen brister (typeforbehold/betingelser hvis opfyldelse beror på aftalens parter, f.eks. K's betaling)
 - → beskatning ved signing (Se U99.780H)
 - (Jan Petersen til 99-dommen: Den må vi bøje os for. Men hvis udenfor parters kontrol, så først beskatning ved closing – JLO: hvis dette er problem, så undlad bet – indhent enten SKM godk., eller lav tilbud som først underskrives efter 3 år)

Købs/salgs optioner:

- At en aftale indeholder både en købsret og en salgsret medfører som hovedregel ikke at det er en bindende overdragelsesaftale (se dog modsat Tfs 2005.933H).

Forpligtelse til opfyldelse

- Man bør forpligtes til opfyldelse af betingelser. Evt. bod i tilfælde af manglende opfyldelse.

Ret til at frafalde

- Man bør aftale om ret til at frafalde opfyldelse af betingelser.
- Bør definere en ”drop dead date” - seneste tidspunkt for at frafalde.

Regulering af købesum

Købesummen kan være enten fast eller variabel. Hvis købesummen er variabel skyldes det som regel at det er aftalt at en del af købesummen vederlægges som en løbende ydelse, jf. LL § 12 B.

Earn out – Løbende ydelser, jf. LL § 12 B:

- Generelt:
 - Det er ikke ualmindeligt, at S af en virksomhed accepterer, at en del af købesummen erlægges i form af en løbende ydelse i en bestemt periode efter at VO er gennemført.

- Den løbende ydelse vil ofte være fastsat som en andel af en overdraget virksomheds overskud i en aftalt periode.
- Goodwill mv.:
 - En sådan udskudt betaling af vederlag ved virksomhedskøb har ofte, med ikke nødvendigvis, været relateret til den del af målvirksomheden, der består af goodwill og andre immaterielle rettigheder.
 - Baggrunden herfor er, at goodwill og immaterielle rettigheders værdi kan være så tvivlsom, at det ofte vil være vanskeligt for K at få købet heraf finansieret ved fremmed finansiering eller at foretage en korrekt værdiansættelse.

LL § 12B:

- Med virkning fra 1/7 1999 blev de tidligere regler ændret således, at løbende ydelser, der erlægges som helt eller delvist vederlag i gensidigt bebyrdende aftaler om overdragelse af et eller flere aktiver, ikke længere dobbeltbeskattes jf. LL § 12B.
- (Dobbeltbeskatningen undgås ved, at den kapitaliserede værdi af de løbende ydelser indgår ved opgørelsen af afståelsessummen hos S, hhv. købesummen hos K. Dermed vil beløbet indgå ved en evt. avance- eller indkomstbeskatning af S samt i K's fremtidige afskrivningsgrundlag.)

Anvendelsesområde:

- Reglerne om beskatning af løbende ydelser finder anvendelse ved overdragelse af alle former for aktiver og er således ikke begrænset til overdragelse af goodwill og andre immaterielle aktiver. Det er i lovbemærkningerne udtrykkeligt anført, at de nye bestemmelser også omfatter løbende ydelser ved overdragelse af aktier og andre værdipapirer.

Betingelser – Forudsætningerne for at kunne anvende reglerne er:

- At der er tale om en løbende ydelse i lovens forstand. Hermed menes, at der skal være usikkerhed om enten ydelsens varighed eller ydelsens årlige størrelse (en enkeltstående regulering af købesummen er ikke nok til at det bliver en løbende ydelse),
- At perioden, hvori den løbende ydelse skal betales, løber ud over det år, i hvilket aftalen om den løbende ydelse er indgået,
- At den ene af parterne er underlagt enten fuld eller begrænset skattepligt til DK.

Konto:

- Der skal føres en særskilt konto over den løbende ydelsers kapitaliserede værdi hos hver af parterne. Saldoen nedskrives derefter hvert år, efterhånden som erlæggelsen af de løbende ydelser finder sted. Modtagelsen af de løbende ydelser beskattes imidlertid ikke længere hos S førend på det tidspunkt, hvor den akkumulerede værdi af de løbende ydelser overstiger den kapitaliserede værdi, der blev opgjort ved selve VO.

Ydelserne overstiger kontoen:

- Fra det tidspunkt, hvor de løbende ydelser overstiger den kapitaliserede værdi af samme, skal der ske alm. indkomstbeskatning. Tilsvarende vil K ikke få fradrag for de løbende ydelser, førend på det tidspunkt, hvor disse overstiger den kapitaliserede værdi heraf, således som de blev opgjort på aftaletidspunkt.

Ydelsen er mindre end kontoen:

- Ophører den løbende ydelse inden saldoen bliver negativ, kan S fradrage et beløb, der svarer til restsaldoen, i sin indkomst i det år, hvor ydelsen ophører. Omvendt skal K modtage et beløb, der svarer til restsaldoen i sin indkomst i det år, hvor ydelsen ikke længere skal betales.

Købesummens betaling

Købesummens betaling sker oftest kontant, men kan f.eks. også ske i form af aktier (aktie for aktie-handel).

Ved kontant betaling

- Køber kræver ofte at en del af købesummen deponeres, og altså ikke udbetales direkte til sælger.
- Denne fremgangsmåde bruges for at køber har en sikkerhed for at få opfyldt eventuelle garantikrav.
- Hvis købesummen udbetales direkte til sælger risikerer køber jo at pengene er forsvundet når han

engang opdager han har et krav mod sælger.

- Ofte aftales det at den deponerede sum udbetales i takt med at diverse garantifrister udløber.

Escrow

- Særlig aftale om deponeringsbetingelser – Køber ↔ Escrow agent ↔ sælger

Sælger finansiering

- Sælger modtager et gældsbevis.

Konkurrence- og kundeklausuler

Se nedenfor under ”Beskyttelse af goodwill”.

Risikoafdækning

Enhver VO indebærer risici for begge parter.

- Risikoen er dog størst for K. S og K er ikke ligestillet, idet S præsumptivt besidder samtlige oplysninger om målvirksomhedens indre forhold, som – i alt fald i opstartsfasen af forhandlingerne – i det væsentligste er ukendte for K.
- Det bør dog bemærkes, at der både kan være tale om negative såvel som positive forhold om virksomheden. Der kan være mistanker om forurening, defekte produkter der resulterer i krav mod virksomheden eller en ny stor ordre, som er på vej osv.

K vil bedst muligt forsøge at afdække disse risici forud for aftalens indgåelse, medens S vil forsøge at overdrage virksomheden på en sådan måde, at der efterfølgende ikke kan rejses krav mod ham.

Købers muligheder for risikoafdækning ligger i:

- Overdragelsesformen
- Due diligens
- Garantier
- Sikkerhedsstillelse

Valget afhænger naturligvis konkret af virksomheden man ønsker at overtage.

- En ung virksomhed uden produktion (ex. Et konsulentfirma) vil normalt være mindre risikofyldt at erhverve, end en 100 år gammel kemikaliefabrik.
- Ofte vil det ses, at man bruger flere af de ovenstående muligheder, for at nå det bedste resultat.

Det kan være hensigtsmæssigt at opdele de virksomhedsrelaterede risici i to grupper:

- økonomiske kvantificerbare risici:
 - den regnskabsmæssige værdiansættelse, f.eks. af varelagre.
 - Hensættelser, ex. Garantikrav
 - Kendte miljømæssige risici.
- økonomisk ikke-kvantificerbare risici:
 - ugyldige immaterielle rettigheder
 - nøglemedarbejdere, der har forladt virksomheden
 - mangelfuldt kontraktgrundlag med kunder eller leverandører

Husk → garantier er kun interessante hvis et garantibrud resulterer i et økonomisk kvalificerbart tab (gælder dog ikke hvis et garantibrud er væsentlig misligholdelse og derved kan medføre ophævelse).

Due Diligence

DD er den internationalt anerkendte betegnelse for de undersøgelser, som K af en virksomhed foretager forud for den endelige gennemførelse af handlen.

- Udtrykket omfatter gennemførelse af sådanne undersøgelser, der under hensyn til omstændighederne,

må anses for at være nødvendige for, at en virksomhedskøber kan træffe sin investeringsbeslutning på et oplyst grundlag.

- **Formålet med DD** er at afdække de risici, der er forbundet med at overtage målvirksomheden, og hvilken pris K er villig til at betale.

Hovedområderne for en DD-undersøgelse: (Med forbehold for forskellige købere)

- regnskabs- og revisionsmæssige forhold
- juridiske forhold
- kommercielle forhold
- strategiske forhold

Men derudover vil fast ejendom, miljø, forsikringer, osv. også have stor betydning.

Tidspunktet for DD

Der er naturligvis mange forskellige tidspunkter, hvorpå man kan gennemføre en DD.

Før eller efter indgåelse af betingede aftale, efter indgåelse af endelig aftale, faseopdelt gennemgåelse.

Tidspunktet afgøres af sælger

- kan i nogen grad påvirkes af virksomhedens type.
- F.eks. vil en virksomhed med **mange erhvervshemmeligheder** helst ikke give oplysninger ud til køber før sælger er forholdsvis sikker på at der vil blive indgået en aftale.
- For at fuldende sælgers sikkerhed kan man vælge at faseopdele DD'en, kombineret med at K underskriver både fortrolighedserklæringer og konkurrence/medarbejderklausuler.

Sælgers Due Diligens

I visse tilfælde foretager S selv en DD-undersøgelse, som efterfølgende stilles K til rådighed.

- Typisk set i industrivirksomheder, med høj risiko for industrispionage.
- => S kan censurere følsomme oplysninger fra, som på et givent tidspunkt ikke skal frigives til K.
- Bruges også ved strukturerede auktionsprocessor.
- Metoden indeholder både fordele og ulemper.

Oftest vil langt de fleste DD gennemføres af K, hvor K samtidig underskriver erklæringer om tavshedspligt og hensigtserklæringer.

Købers Due Diligens

Konsekvenserne af DD:

- Svært fastlægge på forhånd.
- S vil givetvis forsøge at få medtaget en klausul i aftalen, hvorefter K ikke kan rejse krav i henhold til de i overdragelsesaftalen indeholdte garantier og erklæringer for forhold, som K er eller burde være blevet bekendt med under en DD.
- K vil omvendt argumentere for, at han ikke skal stilles ringere end oprindeligt aftalt ved at have afdækket negative forhold.
- => Normalt er slutresultatet et kompromis således at visse forhold garanteres af S' uanset K's viden, medens andre garantier afgives med forbehold for K's viden.

DD er en risikoafdækningsmetode, hvor K får bedst mulig sikkerhed for ikke at lide skuffelser i forbindelse med sit virksomhedskøb.

Det er den eneste metode, der giver K reel indsigt i målvirksomheden, og som kan afdække så væsentlig negative forhold at overdragelsen opgives.

Købers undersøgelsespligt (Caveat emptor) – KBL § 47

Såfremt K har **undersøgt det købte inden aftalens indgåelse**, eller hvis K uden skellig grund har **undladt at efterkomme S' opfordring til at foretage en undersøgelse** af det købte,

- => kan K ikke gøre sådanne mangler gældende, som blev eller burde have været opdaget ved en sådan undersøgelse.

K's DD undersøgelse, som foretages forud for VO-aftalens opfyldelse

- i mangel på anden aftale **gør S ansvarsfri**
- for de forhold, som K ved en sådan undersøgelse afdækkede eller burde have afdækket, men har overset.

Hvor går grænsen for de forhold, som K burde have opdaget?

- ingen nok så omhyggelig DD vil kunne afdække alle forhold

Retspraksis:

- Til støtte for synspunktet, at K skader sin egen sag ved at gennemføre en DD er sagen U1980.704 H,
 - HR henviste til at K forinden aftalens indgåelse havde haft adgang til alle oplysninger om S' lægepraksis og havde modtaget oplysninger om S' indtjening de sidste tre år forud for overdragelsen.

I de tilfælde, hvor K, ikke vil efterkomme en S' opfordring til at gennemføre en DD

- => Der bør fra S' side indføres en passus i VO-aftalen om,
 - at K efter eget valg har undladt at undersøge virksomheden inden overdragelsen.
- Herved vil S kunne afskære K fra at fremkomme med visse erstatningskrav for forhold, som ville være blevet opdaget i en DD.

Sælgers oplysningspligt

Et af de store problemer i købeaftaler er altid K's undersøgelsespligt overfor S' oplysningspligt.

- Klart at købers undersøgelsespligt ikke fritager S for hans loyale oplysningspligt.

Såfremt en K tilkendegiver, at han ikke finder det nødvendigt at undersøge et specifikt område, hvor S er bekendt med, at der er forhold af væsentlig betydning for en K

- => S må for at opfylde sin oplysningspligt og henlede K's opmærksomhed herpå og opfordre K til at undersøge forholdet.
- Hvor K stadig ikke undersøger et forhold, som S har gjort K opmærksom på, så faldes risikoen tilbage til K.
- Så meget mere, hvor S, til trods for anmodning fra en potentiel K, har nægtet denne adgang til at undersøge bestemte forhold i målvirksomheden. → S ansvarlig

Garantier

Definitionen af en garanti

- er, at sælger på objektiv basis indestår for at et vist forhold består. Garantier er pr. definition noget der gælder bagudliggende forhold (modsat løfter, der gælder fremadliggende forhold).

En erklæring

- afgives derimod på basis af S' faktisk viden eller den viden som S – henset til omstændighederne – burde have besiddet, og ansvar for sælger er således knyttet til en culpavurdering.

Den afgørende forskel er således, hvem af K og S der skal bære risikoen for det, der er ukendt for begge parter. Dermed vil det for K være bedst at få en garanti, mens det for S vil være bedst at nøjes med en erklæring.

Tidspunkt for afgivelse af garantier:

- Garantiers opfyldelse vurderes ud fra situationen pr. underskrivelsestidspunktet.
- Ofte ønsker køber dog garantierne **gentaget** ved closing, for derved at flytte tidspunktet for

ansvarsvurderingen frem i tid.

Tidspunkt for forældelse:

- Efter KBL har køber en to-årig reklamationsret, jf. KBL § 54, dog med undtagelse for svig og særlige indeståelser.
- I praksis aftales normalt reklamationsfrister der varierer mellem 1 til 3 år.
- For så vidt angår forhold, for hvilke målvirksomheden og K er uden mulighed for at påvirke tidspunktet for, hvornår kravet rejses, ex skatte- og miljø-forhold, er det relativt sædvanligt at garantiene er gældende i perioden svarende til lovgivningens regler.

Det er sædvanligt at der medtages et omfattende katalog af sælgergarantier og -erklæringer.

- Dette er en del af købers risiko afdækning.

Garantier:

- Objektive indeståelser, som ikke er afhængige af god/ond tro hos afgiver (sælgers viden) og vedrører forhold på tidspunktet for afgivelsen – aftaletidspunktet - (Warranties), fx ”Sælger garanterer” og ”Sælger indestår”.

Tilsagn:

- er et løfte om et vist fremtidigt forhold, en handling eller undladelse (Covenants).

Erklæringer:

- Afgives baseret på sælgers viden og ”burde viden” formuleret som ”sælger bekendt”. ”sælgers viden” skal defineres i aftalen, herunder de personer, hvis viden skal sidestilles hermed – pas på ikke at gøre ledelsen til gidsler !.
- Erklæringer vedrører Target på Signing (og på Closing) og er ikke fremadrettede.

Indemnity:

- Ofte indeholder overdragelsesaftalerne særlige skadesløsholdelses - klausuler, fx for skatte- og miljøkrav.

Garantier og erklæringer kvalificeres og begrænses af købers viden, medmindre andet er aftalt – dvs. det er nødvendigt i Overdragelsesaftalen at få beskrevet og defineret købers viden, eksempelvis:

- Fuld adgang til DD -enhver viden og burde viden,
- Alene DD-materiale og Managements Interviews,
- Alene forhold medtaget i Disclosure Schedules,
- Alene udtrykkeligt i Aftalen anførte forhold.

Undtagelser til garantiene: ”disclosure letters”

- Eks. ”sælger garanterer, at målvirksomheden ikke er involveret i retssager, bortset fra den i bilag X beskrevne retssag mod firma X”

Mangelsbedømmelsen

KBL omfatter alle køb, undtagen køb af fast ejendom og internationale køb.

- KBL § 19 er udtryk for, at også køb af aktier er omfattet af KBL.
- Tilsvarende gælder som udgangspunkt, at køb af driftsmidler, immaterielle rettigheder, goodwill, fordringer, osv. i køberetlig forstand er omfattet af KBL.
- KBL er deklaratorisk, når der ikke er tale om forbrugerkøb, jf. KBL § 1.
 - → kan aftales at KBL ikke skal finde anvendelse.
- Udgangspunktet vil derfor være, at medmindre andet er aftalt mellem parterne, vil købet af de aktiver, der tilsammen udgør en virksomhed, uanset om overdragelsen sker ved aktie- eller ved en substansoverdragelse, være omfattet af KBL.
- Dog skal må passe på ikke at bruge KBL for rigoristisk.

Brugen af KBL kan være usikker hvis det der primært overdrages er fast ejendom, jf. princippet om

kontraktens enhed (da fast ejendom ikke er omfattet af KBL).

Mangelbegrebet

KBL indeholder ikke som sådan en definition på, hvad der forstås som en mangel.

KBL § 76 udstikker liniere for mangler i forbruger køb, hvilket kunne fortolkes til, at de almindelige obligationsretlige regler også gælder for andre køb end forbruger køb.

En mangel i en virksomhedsoverdragelse er, hvis virksomheden,

- Ikke svarer til det der er aftalt (sælger har lovet/tilsikret).
- Ikke svarer til det som køber med rette kunne forvente.

Det følger af retspraksis (HRT 48.75) at der er tale om en enhedsbetragtning (modsat en flerhedsbetragtning).

- Med **enhedsbetragtning** menes at en VO anskues som overdragelse af en sammenhængende funktionel enhed, der tilsammen udgør det overtagne aktiv → den overtagne virksomhed.
- Ved **flerhedsbetragtningen** anskues en VO som overdragelse af en mængde aktiver, der skal bedømmes hver for sig.

Overdragelsesaftalen vil typisk indeholde:

- Erklæringer og garantier
- Covenants – løfter og tilsikringer/tilsigelser om bestemte handlinger eller forhold.

Købers berettigede forventninger vil bero på:

- Fortolkning af aftalen
- Eventuelle standarder – normer i almindelige transaktioner som kan bruges som udfyldning.
- Sælgers loyale oplysningspligt (Se U.1978.48 H ”Tunesia” og U.2001.1293 ”bådudlejningen”)

Ved aktivitetsoverdragelse er det en vurdering af den samlede virksomhed.

Ved aktieoverdragelse er det

- aktierne (vanhjemmel)
- Den i Target værende virksomhed (bl.a. uoplyste forpligtelser)

→ Man ser altså både på aktierne og på aktiverne bagved.

Det er den samme vurdering i begge situationer.

Misligholdelsesbeføjelser – KBL § 42

Ophævelse

Udgangspunkt:

- Væsentlig mangel
 - Om der er tale om en væsentlig mangel ved en VO, vil der oftest vise sig betydelige vanskeligheder ved anvendelsen af KBL's misligholdelsesbeføjelser.
 - Væsentlighedsvurderingen bør ske ud fra en vurdering af fejlen ved det pågældende aktiv set i forhold til målvirksomheden som helhed, såfremt den pågældende fejl ikke havde været der.
- Sælger har handlet svigagtigt
- Sælger groft tilsidesat sin oplysningspligt.

Bagatelgrænse

- Forhold der enten ikke har haft nogen relevans eller en meget beskedent relevans, for K's værdiansættelse og beslutningen om at gennemføre købet.

Tilbagelevering af ydelsen i væsentlig uforandret stand, jf. KBL § 57

- Dette kan i 99 pct. af alle VO ikke lade sig gøre eftersom K vil påvirke virksomheden allerede under sin første dag som ejer, og da der oftest vil gå lidt tid inden man opdager manglerne.
- => Hovedargumenterne mod, at der kan ske ophævelse i VO.

Forholdsmæssigt afslag

Betingelse

- Forholdsmæssigt afslag kræver blot at der foreligger en mangel. (≠ væsentlighedskrav)
 - Dog antages en bagatelgrænse, hvorunder K må bære evt. omkostninger ved manglen.
 - Svært præcist at fastlægge denne grænse → Formentlig 6-10 % af købesummen.

Erstatning – KBL § 42, stk. 2

Betingelse

- Hvor det købte savner **tilsikrede egenskaber** eller
- Hvor en mangel grundet sælger forsømmelighed er forårsaget efter aftalens indgåelse, eller
- Hvor S har handlet svigagtigt.
- → Derudover gælder de almindelige krav til ansvarsgrundlag og dokumentation for et tab.

Tabet

- Tabet der skal dækkes er normalt targetskabets nettotab (altså efter skat).
- Det der kan afskrives skattemæssigt og fås refunderet i moms skal altså fratrækkes.
- Udgangspunktet
 - Tabet beregnes med multipel effekt (som regel den samme multipel som bruges ved fastsættelse af købesummen), men ofte aftales krone for krone-princippet.

Klausuler om kravsbegrænsninger

- Det gælder bl.a. ”Single og total basket amount” og ”amount cap”.
 - → dækker over bagatelgrænser i tilfælde, hvor en parts forpligtelse til at skadesløsholde den anden part for tab aktualiseres, som følge af et garanti- og erklæringsvigt.
- Single basket:
 - Bagatelgrænse, der gælder for hvert krav, som kan fremsættes.
 - Dog er der den hage, at i de tilfælde hvor grænsen overskrides, skal der kompenseres for hele beløbet inkl. bagatelgrænsen.
- Total Basket:
 - Her laves en samlet bagatelgrænse omfattende alle krav.
 - Her kan man diskutere om overskridelse resulterer i skadesløsholdelse for hele beløbet, eller om der skal gælde en selvrisko.
- Amount cap:
 - Det maksimum beløb, som der kan ydes i erstatning/kompensation.
 - Hovedreglen i dansk ret er fuld erstatning, også ud over købesummen.

Sikkerhedsstillelse

Deponering

Dette er et sikkerhedsnet for K, hvis han er i tvivl om S' økonomiske formåen til at honorere eventuelle erstatningskrav.

K deponerer en del af købesummen på en spærret konto i en periode efter aftalens endelige gennemførelse,
→ ideelt frem til tidspunktet, hvor S' ansvar bliver forældet.

En lidt anden variant er at S giver K en bankgaranti for eventuelle erstatningskrav.

Escrow-agreements

Det samme som deponering i bank – den eneste forskel er bare at det er hos en escrow-agent

Covenants

Ved finansiering af både kapitalindskud og låneaftaler vil der som regel blive udarbejdet et sæt såkaldte "covenants".

- En form for påbud eller regler for parterne.
- Definitivt er der to typer covenants – de "affirmative covenants" og de "restrictive covenants".
 - AC lægger en handlepligt på de parter, som AC'en er rettet imod.
 - RC er en pligt til at undlade at gøre visse handlinger.

Et par ex. på covenants i VO-sammenhæng er:

- Pligt for S til at opretholde normal drift i virksomheden i perioden mellem signing og closing.
- Forbud mod S' konkurrerende aktivitet i en nærmere aftalt periode.
- Forbud mod S' ansættelse af målvirksomhedens medarbejdere i en nærmere angiven periode efter closing.
- Forbud mod S' henvendelse til målvirksomhedens kunder eller leverandører.

Klar forbindelse til beskyttelsen af goodwill i disse covenants, ligesom man kan drage nogle paralleller til AO, hvor parterne påtager sig visse forpligtelser overfor hinanden.

Husk hvem aftalerne/covenants er lavet mellem.

- De ovenstående konkurrenceklausuler og AO'er er lavet mellem K og S, men disse covenants er lavet mellem S og eksterne investorer, der vil sikre deres investeringer mod S' illoyale handlinger.)

Beskyttelse af goodwill

Aftalte Konkurrence- og Kunde-klausuler

Sondr.: Der skelnes mellem konkurrenceklausuler og kundeklausuler

Def. af konkurrenceklausul:

- Ved en konkurrenceklausul forstås i den her sammenhæng, at den af klausulen omfattede personkreds i et bestemt geografisk område og i en bestemt afgrænset tidsperiode er uberettiget til at være beskæftiget med konkurrerende virksomhed.
- Konkurrenceklausulen indebærer således et totalt forbud mod at være beskæftiget med konkurrerende virksomhed inden for området i den aftalte periode.

Formålet med en konkurrenceklausul i en VO

- At sikre, at den overtagne virksomheds goodwill, herunder kundekredsen, overføres til K af virksomheden, og den geografiske og tidsmæssige udstrækning af konkurrenceklausulen skal derfor ses i sammenhæng hermed ud fra det overordnede hensyn, at den geografiske og tidsmæssige

udstrækning skal være af et sådant omfang, at K får mulighed for definitivt at få overført virksomhedens goodwill.

- - Indholdet går dog ofte videre end nævnte formål tilsiger.
 - => Konkurrenceklausuler, vil kunne tilsidesættes helt eller delvist
 - I praksis skal der særdeles meget til, før en virksomhedssælger kan få tilsidesat en konkurrenceklausul helt eller delvist
 - Skal ses i sammenhæng med, at S gennem den aftalte købesum for virksomheden har fået vederlag for konkurrenceklausulen af ofte ikke ubetragtelig størrelse.

Konkurrenceklausuler for ansatte er reguleret i AFTL § 36 og § 38, stk. 1 og 2 samt for funktionærer tillige i FUL § 18.

Def af kundeklausul:

- Ved kundeklausul forstås i den her sammenhæng, at den af kundeklausulen omfattede personkreds er uberettiget til i en nærmere aftalt periode at beskæftige sig med klienter og kunder fra den tidligere arbejdsgiver/den overdragne virksomhed.
- Kundeklausulen indebærer således ikke et forbud mod konkurrerende virksomhed, blot må den konkurrerende virksomhed ikke rette sig mod den af kundeklausulen omfattede kundekreds.

Kundeklausuler

- er alene omfattet af AFTL § 36 og for funktionærer tillige FUL § 18a, og således ikke undergivet de begrænsninger som fremgår af AFTL § 38 og FUL § 18.

”Naturlige” konkurrenceklausuler – loyalitetspligt

Heri har **kontraktrelationen** en stor betydning, da eksistensen af en sådan også medfører en pligt til at tage rimelig hensyn til hinandens interesser.

- Det gælder både kontraktretligt (omsorgspligt, reklamationspligt, osv) og konkurrenceretligt (afholdelse fra visse konkurrencehandlinger)

Kontraktrelationen udvider derved den alm konkurrencebeskyttelse = den naturlige konkurrenceklausul.

Ansatte har under og efter deres ansættelse en pligt til at afholde sig fra at udføre konkurrencehandlinger rettet mod deres arbejdsgiver.

- Dette er af større kontraktretlig end konkurrenceretlig betydning, idet konkurrenceforbuddet må opfattes som en biforpligtelse til ansættelseskontrakten, således at AG's interesser under og efter ansættelsen er beskyttet.

I en række overdragelsessituationer har overdrageren en naturlig forpligtelse over for erhververen til ikke at udfolde eller medvirke til en konkurrerende virksomhed, som forringer erhververens økonomiske eller kommercielle retsstilling. (Dette gælder også for immaterialretsoverdragelser)

Finansiering

Finansiering af selskaber sker enten via egenkapital eller (og oftest) via fremmedkapital. Optagelse af fremmedfinansiering (lån) sker grundlæggende ved:

- Aktivbaseret finansiering (pant og kaution)
- Cashflowbaseret finansiering – uden sikkerhed
- Gennem koncerndannelse (pantstætning af aktier)
 - Ved finansiering gennem koncerndannelse benyttes reglerne om skattefri udbytteudlodning, SEL § 13, stk. 1, nr. 2, dvs. kun udbytte datterselskabsaktier, jf. aktieavancebeskatningslovens § 4a og koncernselskabsaktier, jf. aktieavancebeskatningslovens §4b og reglerne om sambeskatning, SEL § 31, med de begrænsninger, der følger af rentefradragsbeskæringsreglerne i SEL § 11, § 11 B og § 11 C, og begrænsningerne i udbytteudlodning ved overtagelse af børsnoteret selskab, SL § 184, stk. 1 og 2.
- En kombination heraf.

Købers finansieringsbehov kan opdeles i to dele:

- Finansiering af transaktionssummen
- Workingcapitalfinansiering, dvs. finansiering af selskabets drift efter Closing.

Finansiering af transaktionssummen

- Ultimativt skal finansiering af transaktionssummen ske ved, at Target-selskabet generer cashflow og indtjening, der kan udloddes til køber og anvendes til forrentning og afdrag af transaktionssummen.
- Mulighederne herfor har dog været begrænset af den hidtidige Aktieselskabslovs § 115, stk. 2.

I den hidtidige Aktieselskabslovs 115 har der fremgået et forbud mod selvfinansiering, således at et selskab ikke måtte yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i moderselskabet. Et selskab måtte således heller ikke stille sikkerhed i forbindelse med en sådan erhvervelse.

I løbet af foråret 2010 forventes den ny Selskabslovs 206 –209 sat i kraft. Bestemmelserne ændrer på væsentlige områder det nuværende forbud mod selvfinansiering.

Selvfinansiering

Muligheder for selvfinansiering ved køb af aktier i selskabet, jf. Selskabslovens § 206, stk. 2:

HR: ÷ lovligt

- Et kapitalselskab må ikke direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab, jf. Selskabslovens § 206, stk. 1.

Modif:

- Dog mulighed for selvfinansiering, jf. stk. 2, når følgende **betingelser** er opfyldt:
 - Selskabets centrale ledelsesorgan skal sikre, at der foretages en **kreditvurdering** af den kreds, som modtager selskabets økonomiske bistand. (Culpaansvar)
 - Kreditvurdering skal ske som en professionel længiver ville foretage dette.
 - Dette kan i praksis gøres ved at indsætte lønetilbud fra banken.
 - Generalforsamlingen skal **godkende** den økonomiske støtte.
 - Centrale ledelsesorgan skal fremlægge en **skriftlig redegørelse** for GF, der skal indeholde oplysninger om:
 - Baggrund for forslaget om økonomisk bistand,
 - Selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition,
 - De betingelser, der er knyttet til gennemførelsen,
 - En vurdering af de konsekvenser, som dispositionen får for selskabets likviditet og solvens
 - Kapitalen er jo ikke længere til rådighed i selskabet.
 - Ledelsen har ansvaret for at der altid er forsvarlig kapital til rådighed til driften af selskabet.
 - Den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene.
 - Godkendelse træffes ved vedtægtsændringsmajoritet, jf. SL § 106,
 - det centrale ledelsesorgans redegørelse skal offentliggøres i E&S's it-system eller være modtaget i E&S med henblik på offentliggørelse senest 2 uger efter godkendelse.
 - Forsvarligt under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling.
 - Den samlede økonomiske bistand til 3.mand skal altid være forsvarligt.
 - Hvis der er tale om et moderselskab må den samlede økonomiske bistand ikke overstige, hvad der er forsvarligt under hensyntagen til *koncernens* økonomiske stilling.

- **Kun frie reserver**
 - Selskabet må kun anvende beløb til økonomisk bistand efter § 206, stk. 2, der kan anvendes til udlodning af udbytte, jf. Selskabslovens § 180, stk. 2
- Skal ske på **sædvanlige markedsvilkår**.
 - Armslængdevilkår.
 - Hvilke vilkår kunne juniorlånene optages på.

Udbytte

Planlagt efterfinansiering – udbetaling af udbytte straks efter overtagelse af selskabet.

- ordinært udbytte på grundlag af seneste årsrapport, jfr. Selskabslovens § 180, og
- ekstraordinært udbytte, jfr. Selskabslovens §§ 182-183.

I henhold til §§ 182-183 kan alle frie reserver udloddes inkl. overskud optjent frem til datoen for mellembalancen. Sådanne planlagte udbyttebetalinger i forbindelse med transaktioner er klart lovlige.

- Se dog TFS 2004.623 Ø (Digidan), der dømmer en sådan planlagt efterfinansiering ulovlig.
 - Et selskab var solgt således, at købesummen blev betalt i 4 rater. Første og anden rate var direkte finansieret ved lovlig udlodning af udbytte. Da der imidlertid forelå fuldstændig samtidighed mellem betalingen af disse rater og den faktiske udbetaling af selskabets midler, fandt retten, at der forelå selvfinansiering. Da det imidlertid ikke kunne godtgøres, at midlerne ikke kunne tilbageføres fra køberselskabet, forelå der ikke objektivi ansvar efter aktieselskabslovens § 115, stk. 5. Sælgeren, dennes rådgiver og direktøren for køberselskabet, der havde været klar over, at selskabet blev erhvervet for dets egne midler og med henblik på udnyttelse af skattegodtgørelsesmodellen, og som ikke havde søgt at sikre, at skattegælden ville blive betalt, blev imidlertid fundet erstatningsansvarlige efter dansk rets almindelige erstatningsregel. Der forelå endvidere spørgsmål om den interne fordeling af erstatningsansvaret.
 - Afgørelsen forekommer oplagt forkert og synes båret af erstatningsretlige synspunkter i forholdet til, at selskabet gik konkurs.
- Se Werlauf i TFS 2004.694.
- I UFR 2006.145 H udtalte Højesteret, at
 - ”Hverken aktieselskabslovens ordlyd eller forarbejder giver fornødent holdepunkt for at antage, at en sådan planlagt efterfinansiering med fri midler, der udloddes i overensstemmelse med aktieselskabslovens § 110, indebærer en overtrædelse af forbudet mod selvfinansiering i lovens § 115, stk. 2.”
 - => fuldt lovligt

Overtagelse af børsnoteret selskab

HR: ÷ udbytte til tilbudsgiver eller dennes nærmeste

- Ved overtagelse af et børsnoteret selskab kan der ikke foretages udbytteudlodning til tilbudsgiver eller dennes nærstående i de første 12 måneder efter gennemførelsen af overtagelsen af selskabet, jfr. Selskabslovens § 184, stk. 1.

U:

- Der kan dog ske udlodning, hvis tilbudsgiveren har oplyst om udlodningen og de nærmere vilkår herfor i tilbudsdokumentet.
 - Oplysningen skal dog ikke gives, hvis udlodningen ikke overstiger en samlet forbedring af selskabets finansielle stilling efter overtagelsestidspunktet,
 - og hvis udlodningen ikke var påregnelig for tilbudsgiver ved udarbejdelsen af tilbudsdokumentet, jfr. Stk. 2.

Kapitalnedsættelse

- Kapitalnedsættelse kan ske i henhold til Selskabslovens § 186 med **kvalificeret flertal**.
 - En beslutning om kapitalnedsættelse **skal registreres eller anmeldes** til registrering senest 2 uger

efter, at beslutningen er truffet.

- Selskabets kreditorer skal ved kapitalnedsættelse opfordres til inden for en frist på 4 uger at anmelde deres krav til selskabet.
 - Selskabets centrale ledelsesorgan skal indsende opfordringen til offentliggørelse i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens it-system, hvis nedsættelsesbeløbet helt eller delvis skal anvendes til
 - 1) udbetaling til kapitalejerne eller
 - 2) henlæggelse til en særlig reserve, jf. SL § 192.
- Kapitalnedsættelsen betragtes efter SL § 193 som endelig 4 uger efter udløbet af fristen for anmeldelse af krav til selskabet, jf. § 192,
 - medmindre der inden fristens udløb er modtaget anmeldelse i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen om, at beslutningen er ændret eller trukket tilbage.
 - Anmeldte kreditorer skal være betalte eller have modtaget behørig sikkerhed.

Fusion

- Fusion – en mulighed er, at Køber fusioneres med Target-selskabet med Køber som det fortsættende selskab.
- Det følger herefter af SL § 250, at rettigheder og forpligtelser i Target-selskabet overgår til Køber, hvorved Target-selskabets midler frit kan anvendes til at tilbagebetale en lånefinansieret købesum.
- En sådan fusion kan gennemføres skattefrit.
- E&S har i en konkret sag udtalt, at fremgangsmåden er i strid med den hidtidige aktieselskabslovs § 115, stk. 2.
 - Afgørelsen gik på lodret fusion.
 - Der er umiddelbart tale om ”skøn under regel”.
 - Afgørelsen omfatter dog ikke vandret fusion, hvorfor situationen kan omgås således.

Koncernlån

- Koncernlån – en mulighed er at lade Target-selskabet optage betydelige lån og herefter udlåne disse midler til køberselskabet (moderselskabet).
- Denne meget anvendte metode er i sig selv lovlig, jf. Selskabslovens 211, men kan konflikte med forbuddet om selvfinansiering.
- Alternativt kan de lånte midler anvendes til at udlodde udbytte af de frie reserver til køberen, smh. med ISS-sagen.

Likvidation

- Likvidation - sidste mulighed er at lade Target-selskabet likvidere, jf. SL § 217. Dette er dog ikke særlig praktisk, da likvidationen medfører fuld afståelsesbeskatning i Target, se SEL § 5.

Status for planlagt efterfinansiering

- Werlauff tager under henvisning til U 1999.1429 V udgangspunkt i, at det er Købers dispositioner i erhvervsøjeblikket, der er afgørende for, om der foreligger ulovlig selvfinansiering.
- Heroverfor står, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i afgørelse af 22. maj 2001, j.nr. 01-119.393, har godkendt en planlagt udbytteudlodning, blot aktieselskabslovens regler for udbytteudlodning overholdes.
 - Dette princip har Højesteret cementeret med afgørelsen TFS 2005.933. Koncernlån (gælds push down) kan være mere problematisk, såfremt transaktion og lån fremstår som en helhed.
 - Dette resultat er ikke sikkert og heller ikke logisk, da Target-selskabet i koncernlånstilfældet har en fordring/et tilgodehavende hos moderselskabet, hvilket ikke er tilfældet ved anvendelse af udbyttereglerne.
- Koncern lånearrangementer kan komme i konflikt med § 206, stk. 1, hvis der også stilles sikkerhed for finansieringen af købesummen.

- Såfremt der i forbindelse med transaktionsfinansiering ydes både finansiering til købesummen og driftskapital, må Target-selskabets midler/aktiver alene anvendes til at stille sikkerhed for driftsfinansieringen.
- I U **2006B.365** konkluderer Werlauff, at alle kapitalafgangsreglerne er lex specialis i forhold til SL § 206, stk. 1, som igen er lex specialis i forhold til koncernlånsreglen i SL § 211.

Koncerndannelse

- Erhvervelsen af Target-selskabet vil ofte ske gennem etablering af en køberkoncern med henblik på at lette Købers finansiering.
 - Her udnytter Køber SEL § 13, stk. 1, nr. 2, hvorved Køber kan modtage skattefri udbytteudlodning, såfremt køberselskabet besidder min. 10 % af aktierne i Target-selskabet, og udlodningen finder sted i det pågældende indkomstår.
 - Herved reduceres skatten på de midler, Køber skal anvende til at forrente og afdrage finansieringen til selskabsskatten i Target-selskabet, dvs. for tiden 25%.
- Såfremt Køberselskabet har bestemmende indflydelse i Target-selskabet, følger det af SEL § 31, at der er tvungen dansk national sambeskatning.
 - Herved opnås, at Køber kan udnytte det skattemæssige underskud (finansieringsomkostningerne) til udligning af skattepligtig indkomst i Target-selskabet, hvorved skatteprocenten for så vidt angår omkostningerne til forretningen af købesummen reduceres til 0%.
- En særlig begrænsning følger af SEL § 11, stk. 1, hvorved tyndt kapitaliserede selskaber får begrænset fradragsretten, medmindre tredjemand vil tilbyde tilsvarende finansiering til selskabet.
 - SEL § 11 omfatter i dag også danske selskaber. Fradragsbeskæringen finder alene sted, hvis den kontrollerede gæld overstiger DKK 10 mio.
 - Der foretages ikke fradragsbeskæring for beløb, der kan beskattes her i landet efter SEL § 11, stk. 1, litra d, jf. SEL § 11, stk. 1, sidste pkt.
- En yderligere begrænsning følger af renteloftet i SEL § 11 B, stk. 1, hvorved der sættes et maksimum for de finansieringsudgifter i form af renter og kurstab mv., som kan fradrages ved opgørelsen af et selskabs skattepligtige indkomst.
- Den skattepligtige indkomst før nettofinansieringsudgifter kan maksimalt nedsættes med 80% som følge af nettofinansieringsudgifterne efter eventuel fradragsbeskæring efter SEL § 11 B, jf. SEL § 11 C.
- Beskæringen efter SEL § 11 B, stk. 1, og § 11 C kan maksimalt nedsætte indkomstårets fradragsberettigede nettofinansieringsudgifter til et reguleret grundbeløb på kr. 20 mio.
- Selskaber, der indgår i en national eller international sambeskatning efter SEL § 31 eller SEL § 31 A, opgør den skattepligtige indkomst og nettofinansieringsudgifter samlet, jf. SEL § 11 B, stk. 8, og § 11 C, stk. 2.
- Rækkefølgen for eventuel fradragsbeskæring er
 - 1) § 11 om tynd kapitalisering,
 - 2) § 11 B om renteloft og
 - 3) § 11 C om EBIT.

Anden anvendelse af targets egne midler

For at begrænse K's finansieringsbyrde, gennemføres i overkapitaliserede selskaber en kapitalnedsættelse inden overdragelsen.

- Proklame
 - Kapitalnedsættelsen kræver minimum 3 måneders proklama, hvorfor alternativet er en ekstraordinær udbytteudlodning baseret på et periode regnskab.

Overdragelse mellem eksisterende aktionærer

- Sædvanligt at AO foreskriver at overgang af aktier skal ske ved tilbagesalg til det udstedende selskab (LL § 16b) hvorved overdragelsen finansieres af selskabets egne midler (idet den eksisterende aktionær bliver enejer ved at den anden aktionærs aktier forsvinder ind i selskabet, og transaktionen bliver betalt af target).

- En sådan klausul er normalt betinget af, at den sælgende aktionær opnår dispensation jf. LL § 16 b stk. 2 til beskatning af udlodningen som aktieavance efter ABL.

Fremmedfinansiering

Muligheden for sikkerhedsstillelse i en aktieoverdragelse er begrænset til aktierne i Target selskabet.

- Dette er ikke ulovlig selvfinansiering. Alene i en substans overdragelse er det tilladt at anvende Targets aktiver som sikkerhedsstillelses objekt.

Finansieringen kan komme fra sælger enten ved almindelig sælgerfinansiering (gældsbrief for en del af købesummen) eller

som en earnout model, herunder som løbende ydelse (LL § 12b).

Med de nye regler om virksomhedspant pr. 1 januar 2006 er mulighederne for at pantsætte Targets driftmidler, varelager og fordringer væsentligt forbedret.

Udover almindelige lån findes en række mellemformer herunder

- konvertible obligationer (SL § 167)
 - der er en GF vedtaget, men ikke gennemført kapitalforhøjelse, der gennemføres med meddelelse fra långiver om konvertering af gæld til aktiekapital. For långiver er det et problem at et tab er et aktietab og ikke kurstab.
- Udbyttegivende gældsbriefe (§ 178)
 - evt. ved fortrinsret til udbytte. Problemet med disse er at de kræver udbytte eller
- ansvarligt lån
 - hvorved forstås et lån der i en nærmere aftalt udstrækning står tilbage for øvrige kreditorer.