

# Overdragelse af aktier vs. aktivitet samt finansiering

## 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
  - Ejerne kan derefter trække pengene ud (udbytte).

### Motiver for valg

- 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.

### Hvem træffer beslutningen?

- Bestyrelsen eller generalforsamlingen?
- Diverse teoretikere
  - Bestyrelsen.
- Domme
  - Salg af aktivitet kan træffes ved simpelt flertal → så kan bestyrelsen også.

## Genstanden for virksomhedsoverdragelser

---

### Aktieoverdragelse

Aktionærerne er sælgerne.

- Undersøg om der foreligger begrænsninger i omsætteligheden af aktierne
  - Fokus på regler om aktieovergang/indskrænkninger i omsætteligheden (SL § 67 (forkøbsret, prisfastsættelse) og § 68(overdragelse kræver bestyrelsens samtykke)) og
  - sikringsakter, vedtægter samt ejerftaler.
- **Forkøbsret, § 67:** angivelse af frist i vedtægterne indenfor hvilken forkøbsretten skal være udøvet samt evt. angivelse af beregning af pris. § 67 finder ikke anvendelse på forkøbsretsbestemmelser i ejerftaler (AFTL i stedet).
- **Samtykkekrav, § 68:** samtykke fra bestyrelsen eller evt. GF hvor bemyndigelse her til i vedtægterne eller hvor bestyrelsen er inhabil.
- **Sikringsakt:** køber skal sikres mod godtroende aftaleerhververe og kreditorer =>
  - SL § 66/GBL §§ 14 (overdrager berettiget til at råde), 22 (beskyttet fra aftalen ved eje/fra i hænde ved pant). Hvis ej ihændeleveraktier, så gælder reglerne om simple gældsbreve, GBL § 31 (denuntiation til selskabet).
- **Formål:** K må kontrollere at målvirksomhedens aktiviteter kan rummes indenfor det købende selskabs formål – ellers foretage ændring af formålsbestemmelse.
- **Indløsningsret/pligt, §§ 70 og 73:** ret/pligt for en majoritetsaktionær til at indløse minoritetsaktionærerne.

§ 70 – over 90 % af aktier så indløse minoriteten. § 73 – minoritetsaktionær kræve sig indløst.

- **Uddeling af selskabets midler, § 179 stk. 1:** S modtage en del af selskabets frie reserver forud for salg for derved at mindske den købesum K skal finansiere.
  - **Kapitalnedsættelse**
    - Aktiekapital skal være minimum 500.000 for A/S.
    - Ved udbetaling til aktionærene skal selskabets kreditorer informeres ved proklama i Statstidende – kreditorer har herefter 3 mdr. til at anmelde deres krav. Grundet denne frist er fremgangsmåden sjældent anvendelig i forbindelse med VO.
  - **Udlodning:**
    - ordinært udbytte, § 180 eller
      - Accumuleret nettooverskud kan udloddes til aktionærene forud for overdragelsen, jf. SEL § 180 – på baggrund af den senest godkendte årsrapport i forb. med den ordinære generalforsamling.
    - ekstraordinært udbytte, § 182.
      - GF kan bemyndige bestyrelsen til at uddele ekstraordinært udbytte
      - – beløbet hertil fremgår ud fra en vurdering af udviklingen i egenkapitalens samlede frie reserver fra sidste godkendte årsrapport frem til mellembalancedatoen.

## Substansoverdragelse

Sælger er målvirksomheden selv

Sikringsakt:

- Altid foretage de relevante sikringsakter for at beskytte sig mod aftaleerhververe i god tro og kreditorer. En undt. hertil følger af GBL § 31, stk. 3 hvorefter der ikke skal ske denuntiatio vedr. visse simple fordringer.
- Målvirksomheden kan overdrage sine rettigheder i forhold til 3.mand, men ikke uden kreditors samtykke sine forpligtelser.

**Genstand:**

- Lokaler:
  - Udøver virksomhed fra *egne lokaler*
    - Overdragelsen omfatter potentielt en eller flere faste ejendomme (grund, bygninger og særlige installationer).
    - Hvad, der medfølger under den faste ejendom, afgrænses blandt andet af tinglysningslovens § 38 (ikke særskilt ret over tilbehør indlagt i bygningen).
  - Såfremt virksomheden drives fra *lejede lokaler*
    - vil overdragelsen potentielt omfatte rettigheder i henhold til sælgerens lejekontrakt med ejendommens ejer,
    - betingelse, at lejekontrakten indeholder afståelsesret, fremlejeret, eller at udlejerer konkret er indstillet på at indrømme afståelsesret. (Legal afståelse fra 1.1.92 og ændret 1.1.00).
- Immaterielle aktiver:
  - De immaterielle aktiver kan bestå af en lang række forskellige typer af aktiver, herunder:
    - Goodwill, virksomhedens navnerettigheder, patenter, brugsmodeller, know-how, IT-rettigheder, varemærker, designs, ophavsrettigheder, licens-, forhandler-og/eller agentrettigheder samt top level domænenavne. → Reguleret i særlige love
  - NB! Vær opmærksom på **om** goodwillen kan overdrages → i små virksomheder kan den være stærkt forbundet med virksomhedsejerens person.
  - Licensgiver skal desuden spørges.
- Driftsmidler og driftsinventar:
  - Afgrænses af tinglysningslovens § 37 (panterettens omfang)

- → pas på konflikt med pantloverne, hvis ejendommen ikke medsælges.
- Debitorer:
  - (working capital – likviditet) – sikringsakt GBL § 31, stk. 3 → der skal ikke gives denuntiation ved VO.
- Varelager:
  - omfatter såvel råvarer, halvfabrikata som færdigvarer
- Odrebeholdning:
  - S hæfter for opfyldelsen, K er ikke altid berettiget til at opfylde → formentlig en udvidet adgang til for S at lade K opfylde indgåede kundekontrakter i forbindelse med en virksomheds-overdragelse.
- Afgivne bestillinger:
  - S hæfter for betaling – evt. uoverdragelige som følge af change of control bestemmelser.
- Personale:
  - overgår ex lege – VOL – ikke direktører.
  - dvs. følger med iht. lov om lønmodtageres retsstilling ved VO □ automatisk overgang, K indtræder med hud og hår, modstykket er, at personalet ikke kan sige nej
    - => tvungen debitorskifte.
- Løbende kontrakter:
  - Leasingkontrakter, IT-kontrakter, licenskontrakter, servicekontrakter vedrørende tyveri mv., rengøringskontrakter mv.
    - U 1973.920 H – Småkagedommen
      - Ueberrettiget at sætter Køber i Sælgers sted i en leveranceaftale
- **Fælles for alle aktiver og rettigheder**
  - er, at der for hvert enkelt aktiv eller rettighed må skabes klarhed over en række forhold, herunder:
    - indsigt i den lovgivning, som regulerer det pågældende aktiv,
    - skattemæssige og afgiftsmæssige konsekvenser knyttet til overdragelse af det enkelte aktiv,
    - værdiansættelse/passivering af det enkelte aktiv,
      - Dette har betydning for afgifter og beskatning, f.eks. tinglysningsafgift.
    - mulighed for overtagelse af eller indtræden i det enkelte aktiv (og evt. tilhørende passiv), samt
    - sikringsakter i.f.m. råden over et overdraget aktiv

## Beslutningskompetence

Bestyrelsen eller generalforsamlingen?

- Teorien antager, at ved overdragelse af samtlige aktiver (og passiver) bør dette godkendes af GF som ved beslutning om likvidation – idet der reelt sker en likvidation i dette tilfælde.
- Dog peger U 1936.35 H og U 1943.448 begge på at det er bestyrelsens kompetence! Dog: næppe helt afklaret i praksis da tale om gamle domme.
- U 1936.35 H:
  - Ifølge Vedtægten for A/S A Bymejeri og Mælkeforsyning udkrævedes til Beslutninger om Vedtægtsændringer og om Selskabets Opløsning, at 2/3 af Aktiekapitalen var repræsenteret paa Generalforsamlingen, og at mindst 2/3 af de afgivne Stemmer var for Beslutningen. Antaget, at en Beslutning om Likvidation, der var vedtaget enstemmig, efter at to Aktionærer, der ejede mere end 1/3 af Aktiekapitalen, havde forladt Forsamlingen, var ugyldig. Derimod antoges en ved samme Lejlighed vedtaget Beslutning om Salg af Mejeriet at være gyldig, idet Salget af dette ikke kunde sidestilles med Selskabets Opløsning.

- U 1943.448 H:
  - Ifølge et Ejendomsaktieselskabs Vedtægter krævedes til Vedtægtsændringer eller Selskabets Opløsning  $\frac{3}{4}$  Majoritet. Da Driften af Selskabets Ejendom viste sig utilfredsstillende, vedtoges det paa en Generalforsamling med simpel Majoritet at afhænde Ejendommen, idet en Aktionær A, der ejede  $\frac{1}{3}$  af Aktiekapitalen, stemte imod. A paastod derefter Salgsbeslutningen kendt ugyldig, da Salget af Ejendommen, der var Selskabets eneste Aktiv, maatte sidestilles med Vedtægtsændring eller Opløsning, idet Driften af Ejendommen var Selskabets eneste Formaal. Om end Salget maatte føre til Vedtægtsændring, eventuelt til Selskabets Opløsning, fandtes Salget, ved hvilket der opnaaedes en rimelig Pris, ikke i sig at konstituere en Vedtægtsændring eller Opløsning.
- Domme → Salg af aktivitet kan træffes ved simpelt flertal → så kan bestyrelsen også.
- I praksis
  - → undgå efterfølgende kritik ved forelægges af salget på GF – træffes med simpelt flertal.

### Køber - beslutningskompetence

- UP: Bestyrelsesbeslutning
- Medmindre → købet forudsætter ændringer i det købende selskabs vedtægter eller ændring af formålsbestemmelsen → kræver godkendelse på generalforsamlingen.

## Ejerskifte og dets virkninger.

---

### Ejerskifte

- Aktivitetsoverdragelse
  - Ejerskifte med den virkning, at virksomhedsoverdragelsen må behandles som et sådant, hvorfor det må undersøges, hvilke ejerskiftevirkninger virksomhedsoverdragelsen udløser.
- Aktieoverdragelse
  - Ved overdragelse af aktie- eller anpartskapitalen i et selskab skifter virksomheden som sådan ikke ejer, idet virksomheden fortsat ejes af det pågældende selskab.
  - => ikke debitorskifte
  - Change of control
    - Overdragelse af en **bestemmende aktiepost** kan dog konkret anses for et ejerskifte,
    - jf. eksempelvis **U 1966.145 H** – udløsning af tilbagekøbsret.
      - En kommune K solgte efter forhandling med A en industrigrund til et under dannelse værende aktieselskab, der skulle overtage A's virksomhed, og i hvilket A var den ene af stifterne og den eneste, der foretog indskud af værdier i selskabet. Ifølge skødet måtte parcellen ikke sælges til anden side, før den var tilbudt K til samme pris, som K havde solgt den for. Da parcellen kort efter ønskedes solgt, valgte A for at komme uden om forpligtelsen efter skødet at lade salget af grunden ske i form af overtagelse af samtlige aktier i det endnu ikke registrerede selskab. Den herved opnåede fortjeneste fandtes A pligtig at afgive til K, der ikke havde mistet sit krav ved, da man senere blev klar over aktiesalget, at akceptere aktiekøberen som ejer af parcellen.
    - Modsat U 1969.25 H (betaling af ejerskifteafdrag).
      - Et af et aktieselskab til K udstedt pantebrev med pant i selskabets faste ejendom indeholdt bestemmelse om betaling af afdrag ved hvert ejerskifte. K gjorde gældende at der ved et stedfundet salg af samtlige aktier i forbindelse med vedtægtsændringer, herunder vedrørende selskabets formål, var sket så væsentlige ændringer i dets forhold, at ejerskifteafdrag skulle have været betalt. Heri fik K ikke medhold
      - Selskab havde et stort pantebrev. Pantebrevet kunne indestå ved overdragelse, mod et stort vederlag.
      - Man overdrog virksomheden.

- Flertallet:
  - Ved kontrahering med virksomhed, ved man at der kan ske ejerskifte, hvorfor man eksplicit må tage højde for denne situation.
  - → Overdragelse af virksomheden udløste ikke betaling for pantebrevet.
- Se endvidere U1991/70Ø (skattefri omdannelse)
  - E opdelte sin ejendom i 36 ejerlejligheder og solgte en mindre del af dem. I 1979 udlejede han en af de usolgte til fotografisk atelier til fotograf F, der fik forkøbsret til lejligheden, og som ombyggede den for ca. 300.000 kr. I 1984 overdrog E i henhold til loven om skattefri virksomhedsoverdragelse de usolgte ejerlejligheder sammen med andre faste ejendomme til et af ham stiftet og ejet anpartsselskab. F blev ikke underrettet om overdragelsen til anpartsselskabet. Ejendommen solgtes senere successivt til tredjemænd. F, der nu var blevet bekendt med overdragelsen, krævede erstatning af E for tilsidesættelsen af forkøbsretten i 1984. Antaget, at overdragelsen af den af F lejede ejerlejlighed i 1984 fandt sted som et led i en af E i medfør af lov nr. 264 af 8. juni 1983 gennemført skattefri virksomhedsomdannelse, ved hvilken samtlige virksomhedens aktiver og passiver blev overført til et i den anledning oprettet anpartsselskab. Efter denne overdragelses særlige karakter og formål fandtes E ikke at have været forpligtet til i den anledning at tilbyde F at erhverve den lejlighed, til hvilken han havde forkøbsret
    - → næppe rigtig, se U 2005.1036 V
  - ABL 95 – leasingaftaler → typeeksempel på change of control → der kræves samtykke for fortsættelse af aftalen.
  - Der er nogle udgangspunkter – og så er der aftalefortolkning. Stort set enhver retsafgørelse afgøres konkret baseret på sagens konkrete omstændigheder.
  - NB! Vær opmærksom på forudsætningslæren i denne sammenhæng.
    - Aktionærens identitet afgørende betydning for indgåelsen af aftalen!?

## Ejerskiftevirkninger

**Ejerskiftevirkningerne** kan have betydning i blandt andet følgende relationer:

Kreditorer – Debitorskifte kræver samtykke.

- Ved et debitorskifte forfalder gælden til betaling, medmindre andet er aftalt.
- Der kan ikke forventes et samtykke.
  - Alternativet er fusion => universalsuccession
- Gæld med pant i fast ejendom vil ofte kunne overtages af Køberen mod betaling af ejerskifteafdrag eller ejerskiftegebyr (TL § 39) – frigjort ved meddelelse til panthaver.

Løbende kontraktforhold/rettigheder

- Det må undersøges, hvorvidt targetvirksomheden er part i væsentlige kontrakter eller rettigheder, som ikke kan overføres til en ny juridisk person.
  - Kan være til hinder aktivitetsoverdragelse.
- Eksempel
  - Licensaftale med en ophavsmand til produktion af et bestemt produkt ikke kan overføres til køberen af targetvirksomheden uden licensgivers samtykke.
  - Lejeret uden afståelsesret eller fremlejeret.
  - Se også U 1973.920 H - Småkagedommen

Tilbudspligt, forkøbsret mv.

- Der kan i henhold til lov eller aftale bestå forkøbsrettigheder for tredjemand, som kan være til hinder for køberens endelige erhvervelse af targetvirksomheden. (LL § 100).

Forholdet til det offentlige

- UP: Ejerskiftet => alle tilladelser, godkendelser mv. skal fornys.
  - Tilsvarende gælder eventuelle dispensationer, som måtte være indrømmet sælger, og som ikke

kan overtages af køber.

- Modif: Tilladelse efter miljøbeskyttelseslovens kap. 5 (særligt forurenende virksomheder)
  - Sådanne tilladelser *følger targetvirksomheden* og ikke den fysiske eller juridiske person, som har opnået tilladelsen.
  - → tilladelsen følger driften.

Medarbejdere:

•

## **Eventualforpligtelser – Risikoen for uoplyste forpligtelser**

---

Aktiemodellen → Her indtræder K i S' retsstilling som ejer af virksomheden. Købesummen tilfalder A direkte.

- Fordel: at den nye ejer som udptk kan videreføre de eksisterende kontrakter, idet der ikke ift. virksomhedens medkontrahenter er tale om et kreditor-/debitorskifte.
- Ulempe: K overtager samtidig samtlige risici forbundet med virksomhedens hidtidige drift.

Substansmodellen → Her er fordel og ulempe lige omvendt.

- Købesummen går til det sælgende selskab, hvis "sælger A" derefter skal trække penge ud, skal dette enten ske som udbytte, kapitalnedsættelse eller likvidation under iagttagelse af de relevante regler.

### **Aktivitetsoverdragelse**

- Køber overtager ikke anden gæld og andre forpligtelser, end hvad der udtrykkeligt er aftalt og følger af ufravigelig lovgivning.
  - Eventualforpligtelser som ikke kan vurderes → hovedårsag til at vælge en aktivitetsoverdragelse.
    - Ulempe: beskatning.
    - Overdrager aktivitet til nyt selskab, hvorefter man likviderer det oprindelige selskab.

Leverancer forud for overtagelsesdagen

- Uoplyste forpligtelser, erstatningskrav mod targetvirksomheden
  - => er ud fra en juridisk vurdering køber uvedkommende
    - Samme ikke nødvendigvis er tilfældet ud fra en forretningsmæssig vurdering.

### **Aktieoverdragelse**

- UP: Køber overtager risikoen for uoplyste forpligtelser
  - Selvom der pga aftale kan rejses et krav mod sælger.
  - Køber kan ikke på forhånd være sikker på, at sælger økonomisk er i stand til at honorere kravet.
  - => Stiller krav til købers undersøgelse (Due Diligence) og/eller overdragelsesaftalens bestemmelser om sikring af købers garantikrav.
- Latente forpligtelser + sælgers dårlige økonomi
  - => betydelig forsigtighed ved køb af aktier/anparter i et selskab.

Gennemføres en VO ved aktieoverdragelse skal man gøre 2 ting:

- Man indtræder med "hud og hår" og derfor nødvendigt med fuldstændig Due dilligence.
- Afdækning af risiko: en eller anden form for garanti.
  - Deponering der frigives successivt, hvorefter hele købesummen er overgivet når "risikoperioden" er overstået, typisk 2 år pga. KBL § 54 og 83.
  - Bankgaranti.
  - Ved skattekrav er forældelse 3 år og derfor typisk garanti på 3 år for disse krav.

## Alternativet

- Aktivitetsoverdragelse samt likvidation af det sælgende selskab
  - U 1992.674 – Skelagervej i Skejby
    - ingen mangler – fordringer (eventuellesenere mangelskrav) af så fjern og uvis karakter, at anmeldelse i likvidation blev nægtet.
    - 17 købere af ejendomme solgt i 1986 af det aktieselskab A, der havde opført dem, havde efter, at A i 1987 var trådt i frivillig likvidation som solvent selskab, påstået A tilpligtet at anerkende, at der som simpelt krav i boet skulle afsættes 100.000 kr. for hver køber betinget af, at der viste sig mangler ved ejendommene inden 20 år efter slutseddeldatoerne. Under de omstændigheder, der var oplyst under sagen, fandtes de anmeldte fordringer at være af så fjern og uvis karakter, at A, selv om der var tale om en frivillig likvidation af et solvent aktieselskab, havde været berettiget til at nægte at anerkende fordringerne som anmeldt.
  - U 1992.640 – byggefirma ApS likvideret solvent
    - mangelskrav ikke anmeldt – aktiviteten fortsat i nyt firma – krav om personlig hæftelse afvist – ”i mangel af sikker lovhjemmel for at statuere hæftelse, når modtaget udlodning i god tro”.
    - Eneanpartshaver likviderede anpartsselskab af skattemæssige grunde og oprettede kort tid efter et nyt anpartsselskab med samme virksomhedsområde. Uanset de konkrete omstændigheder vedrørende eneanpartshaverens virksomhed og forhold til anpartsselskabet fandtes der i mangel af sikker lovhjemmel ikke grundlag for at statuere, at eneanpartshaveren, der i god tro havde modtaget udlodning fra det likviderede anpartsselskab, hæftede for et udækket erstatningskrav mod selskabet
  - U 1974.371 – ”Termorudesagen”
    - aktuarmæssigt ville der forekomme svigt af 10 års garanti – derfor ikke så fjern en mulighed, at anmeldelsen skulle afvises – og der blev reserveret dividende i konkursboet.
    - F fabrikerede termoruder og solgte dem med en 10-årig garanti. Efter at F var erklæret konkurs, anmeldtes i boet garantikrav vedrørende skader, der måtte kunne opstå i garantiperioden. Kravene udgjorde tilsammen et meget betydeligt beløb. I en sag om et af kravene antoges det, at boet ikke i medfør af konkurslovens § 13 kunne fordre kravet, der var opgjort i penge, omsat til et mindre, men ubetinget pengekrav mod boet. Det måtte antages, at køberne havde lagt vægt på garantien, og at denne havde været af væsentlig betydning for F's afsætningsmuligheder og økonomi, og der var ikke tilstrækkeligt grundlag for at anse muligheden for, at garantien kunne blive aktuel, for så fjern, at krav om afsætning til dækning af dividende af garantikravet af denne grund kunne afvises. Kravet anerkendtes derfor som simpelt krav betinget af, at garantien blev effektiv, og boet tilpligtedes at afsætte dividende af kravet til udbetaling, såfremt garantien blev effektiv, jfr. konkurslovens § 132.
  - Eventualforpligtelser/uoplyste forpligtelser kan efter omstændighederne parkeres i det overtagne selskab og herefter elimineres ved solvent likvidation af sælger, afhængig af rækkevidden af fordringshaverens anmeldelsesret i likvidationsboet.
- Likvidation
  - God tro, fjern og uvis karakter
    - Bestyrelsen hæfter for uoplyste forhold
  - Hypotetisk fordringer
    - Intet krav om deponering
  - Betinget fordring → likvidation hvis der deponeres udbytte til dækning.

## Skattemæssige forhold

---

### Aktieoverdragelse

- Skatterevante aktiver er kapitalandelene.
- , mens det ved overdragelse af aktier primært drejer sig om undersøgelse af den skattemæssige behandling af aktiesalget.

### Aktivitetsoverdragelse



- De skatterevante aktiver de enkelte aktiver
- Ved overdragelse af aktiver må den skattemæssige behandling af hvert enkelt aktiv undersøges.
  - som følge af den forskellige skatte- og afgiftsmæssige behandling af de enkelte aktiver ske en fordeling af købesummen på disse efter reglerne i **Afskrivningsloven (§ 45, stk. 2)** og EBL.
  - På fast ejendom er der en tinglysningsafgift på overdragelsen på 0.6%.
- Ved opgørelsen af targets værdi må der dog også tages hensyn til latent skat, som måtte påhvile targetselskabets aktiver (udskudt skat).

## Værdiansættelse

---

### Resultatopgørelse

- Omsætning
  - ÷ direkte omkostninger
- Brutto-resultat
  - ÷ kapital omkostninger
- EBITDA
  - ÷ afskrivning og goodwill nedskrivninger
- EBIT
  - ÷ renter og skat
- Earnings (resultat)

### Earnout

- Forudsætning for en VO er at parterne ved forhandling kan nå til enighed om prisen. Prisen kan enten være variabel (earnout) eller en fast prisaftale.
- Earnout er et middel for parterne til at nå til enighed om prisen ved at lade selskabets fremtidige performance afgøre størrelsen af den endelige købesum.
- Earnouts struktureres normalt som delsalg, dvs. en deloverdragelse kombineret med et købs og salgsoptionsarrangement på de resterende aktier, hvor prisen på disse relateres til Target selskabets performance i en defineret periode (optionsperioden). Alternativt overdrages selskabet i sin helhed mod betaling af en del af købesummen og den resterende købesum erlægges som en løbende ydelse (LL § 12 b)

Hvor parterne aftaler en fikseret købesum, vil fundamentet for parternes prisfastsættelse/forhandling være de almindelige anerkendte værdiansættelsesprincipper der er følgende:

- Cashflow/indtjeningsbaseret modeller
    - **Discounted cashflow (DCF)** beregnes som summen af
      - nutidsværdien af fremtidige pengestrømme,
      - terminalværdien af fremtidige pengestrømme (driftsrelateret del af virksomheden),
      - tillæg af markedsværdi af driftsfremmende aktiver med
      - fradrag af nettorentebærende gæld (alt andet end egenkapital og latent skat).
    - Beløbet vil typisk blive reduceret med en risikofaktor.
    - Metoden er den mest anerkendte og anvendte værdiansættelsesmetode.
  - **Kapitaliseret indtjening** – er en multipl af selskabets indtjening (fx EBIT).
    - Såfremt kravet til forrentningen af selskabets egenkapital fx er 10%, så kapitaliseres den tilbagediskonteret indtjening med en faktor 10.
    - Logikken: Hvilken forrentning er der ved investeringen af kapital i selskabet?
      - Hvor hurtigt kan vi generere et tilfredsstillende cashflow?
  - R&R nr. 1 – 2005 s. 26 → teoretisk artikel om brugen af multipler.
- Aktivbaserede modeller

- **Balancen**
  - Egenkapital
  - Kapital
  - Overført overskud
  - Reserver
  - Opskrivningshænlæggelse
  - Fremmedkapital
  - Lang gæld
  - Kort gæld
  - Hensættelser
- Off balance (eventualforpligtelser) – kan ikke optages i regnskabet
  - Kan f.eks. være ansvar pga. produktansvar.
- Going concern?
  - Så tillægges der en værdi af den fremtidige indtjening (ikke erhvervet goodwill).
  - Ellers svarer værdiansættelsen til breakup value.
- Metoden anvendes stort set ikke i praksis, bortset fra tvungne overdragelser, hvor going concern-forudsætningen ikke er til stede.
- Markedsdatabaserede modeller
  - Price/earnings ratio (P/E) udtrykker prisen for en kroners overskud –  $P/E = \text{kursværdi} / \text{resultat pr. kr. 100,00 aktier}$ . Bruges til at sammenligne virksomheder, men er følsom over for anvendelse af forskellige regnskabsprincipper. Afhænger af subjektive regnskabsforhold – fx amortisering af tilkøbt goodwill.
  - book value per share (BVPS) (kurs/indre værdi) – udtrykker goodwill (ikke bogført), hvis værdien er større end 1.
  - børsværdi – ofte svært at få præcis værdifastsættelse eller sammenlignelige transaktioner.
  - Ofte anvendes en kombination af ovenstående ”nøgletal” til at lave en sammenligning af Target med tilsvarende transaktioner/selskaber.

#### Soliditet

- Forskellen mellem egenkapital og balance/fremmedkapital.

## 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 (pansætning 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 løngiver 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 objektivt 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.