

Fra Boss til leveraged buyouts

En kapitalmarkedsretlig analyse

Anders Nyboe Andersen

Morten Melander

FORLAGET THOMSON
----- φ -----

Anders Nyboe Andersen & Morten Melander
Fra Boss til leveraged buyouts
- *En kapitalmarkedsretlig analyse*
1. udgave/1. oplag
© Forlaget Thomson A/S, København 2007

ISBN 978-87-619-1823-9

Omslag: Helle Melberg, København
Sats og tryk: Narayana Press

Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse
af denne bog eller dele af den er ikke tilladt
ifølge gældende dansk lov om ophavsret.
Alle rettigheder forbeholdes.

Indhold

Forord	9
Kapitel 1. Introduktion	11
1. Indledning	11
2. Præsentation af emnet	12
3. Afgrænsning og struktur	13
4. Metode	14
Kapitel 2. Leveraged buyouts i Danmark	16
1. Private Equity	16
2. Leveraged buyouts	18
3. Den finansielle konstruktion i leveraged buyouts	21
3.1. Låneoptagelsen	22
3.1.1. Seniorgæld	22
3.1.2. Mezzaninkapital	23
3.2. Lånekonstruktionen	24
3.3. Debt pushdown	26
4. Sammenfatning	29
Kapitel 3. Lovreguleringen	30
1. Forbud mod selvfinansiering, ASL § 115, stk. 2	30
2. Historik og indhold	31
2.1. Baggrund	31
2.2. Formålet med ASL § 115, stk. 2	32
2.3. Hvem må ikke selvfinansiere?	33
2.3.1. Forholdet til aktionærlånsreglen i ASL § 115, stk. 1	34
3. De omfattede dispositioner	36
3.1. Forbud mod at yde lån	36
3.2. Forbud mod sikkerhedsstillelse	39

Indhold

3.3. Forbud mod at stille midler til rådighed	40
4. Særligt om covenants	43
5. Forholdet til den øvrige selskabsret	46
5.1. Forudgående slankning og efterfinansiering	46
5.1.1. Særligt om udbytte og kapitalnedsættelse mv.	46
5.1.2. Særligt om egne aktier	52
5.1.3. Særligt om fusion	54
5.1.4. Særligt om koncernlån og cash pool ordninger	59
6. Sammenfatning	64

Kapitel 4. Boss- & selskabstømmersagerne & kapitalfondenes finansieringsstruktur

67

1. Indledning	67
2. Boss-sagerne	68
2.1. Baggrund og konstruktion	68
2.2. Hovedårsagerne til sammenbruddet	73
2.3. Retssagerne	74
2.4. Boss-sagerne set i lyset af selvfinansieringsforbuddet	76
3. Selskabstømningsfænomenet	78
3.1. Baggrunden for selskabstømmersagerne	78
3.2. De finansielle transaktioner	81
3.3. Nettoafregningsmetoden	82
3.4. Mellemløbsafregningsmetoden	83
3.5. Bruttoafregningsmetoden	84
3.6. Selskabstømmersagerne set i lyset af selvfinansieringsforbuddet	90
4. Finansieringen af TDC- og ISS-overtagelserne	92
4.1. TDC-overtagelsen	92
4.2. ISS-overtagelsen	96
4.3. Særligt om målselskabernes erhvervsobligationer	98
5. Finansieringsmæssige ligheder og forskelle	103

Kapitel 5. Økonomiske implikationer

107

1. Indledning	107
2. Hvordan skabes værdi igennem LBO og får samfundet del heri?	108
2.1. Tese 1: Skatten elimineres (etableringen af et skatteskjold)	109

2.2. Tese 2: Agency costs reduceres ved aktivt ejerskab og høj gældsætning	112
2.3. Tese 3: Den oprindelige aktiekurs er for lavt prisfastsat	117
2.4. Tese 4: Gevinsten skabes på bekostning af kreditorerne	119
2.5. Tese 5: LBO øger målselskabets værdi	121
2.6. Hvorledes påvirker transaktionen i det hele taget samfundet?	123
Sikrer selvfinansieringsforbuddet efficiens?	127
Kapitel 6. Selvfinansieringsforbuddets beskyttelsesomfang	129
1. Frie og bundne reserver	129
2. Långivers risikovillighed	131
3. Målselskabets aktier erhverves 100 %	133
4. Målselskabet erhverves i 100 %	137
Kapitel 7. Det fremtidige perspektiv	142
Kapitel 8. Sammenfatning	147
Ordbog	151
Litteratur	157

Lennart Lyngge Andersen

Forord

Denne bog er den fjerde i Kredit- og kapitalmarkedsretsserien, som udgives som en af aktiviteterne i Kreditretsprojektet 2002-2007. Bogen udgives med støtte fra Margot og Thorvald Dreyers Fond. Der er hermed udgivet i alt 15 bøger.

Bøgerne afspejler de løbende aktiviteter, der finder sted på Center for kreditret og kapitalmarkedsret. Deres karakter veksler derfor, selv om overvægten har været lagt på antologier.

Ved centerets etablering blev der lavet en særlig væksthusholdning (i daglig tale "sandkassen"), hvor de studerende kan udarbejde den afsluttende kandidatafhandling. Betingelserne er kun, at emnet ligger inden for centerets emneområder, at de pågældende er rimeligt omgængelige, og at der kan forventes en seriøs arbejdsindsats. Vi kan kun sige positive ting om de første tre år under ordningen, og der har tidligere i serien været bragt uddrag af nogle kandidatafhandlinger.

Denne bog er den første, hvor vi udsender en kandidatafhandling i sin helhed, bortset fra en mindre ajourføring. Afhandlingen er udarbejdet i løbet af 2006 og blev bedømt i oktober 2006. Jeg har ikke noget imod at røbe, at jeg har været vejleder, og at Nationalbankdirektør Torben Nielsen var censor på afhandlingen.

Bogens indhold taler for sig selv. Den danner et velegnet udgangspunkt for de overvejelser, der kommer i de næste måneder om selvfinansiering og i det hele taget om kapitalfonde.

Lennart Lyngge Andersen

Kapitel 1

Introduktion

1. Indledning

Private equity og leveraged buyouts er forholdsvis nye fænomener i Europa, men har været kendt i USA i mange år. Private equity fonde er selskaber, som får indskudt kapital af private eller institutionelle investorer. Normalt geninvesterer fondene disse midler i større selskaber, som vurderes egnede efter forskellige kriterier. De opkøb, fondene foretager, sker som regel som såkaldte leveraged buyouts. LBO foregår ved, at et selskab eller dele heraf overtages ved en markant gearing af det opkøbte selskab, hvilket medfører en reducere af det pågældende selskabs egenkapital.

Da rygterne om at to private equity fonde i foråret 2005 ville overtage den danske rengørings- og servicekoncern ISS, steg selskabets aktiekurs betydeligt. Derimod faldt selskabets erhvervsobligationer markant, da det stod markedet klart, at selskabet ville blive udsat for en leveraged buyout. Markedet var klar over, at en sådan overtagelse ville medføre en reduktion af de midler, der danner grundlag for rentebetalinger på de pågældende obligationer, hvilket selvsagt øger obligationernes risiko for default. Da TDC på samme måde blev udsat for en leveraged buyout i slutningen af 2005, medførte dette på tilsvarende vis et dyk i kursen på selskabets erhvervsobligationer.

Ved at anvende indestående midler i selskaber som ISS eller TDC til at finansiere overtagelsen, kan de køvende kapitalfonde opnå visse økonomiske fordele. Det siger sig selv, at en anvendelse af selskabets egne midler til at finansiere overtagelsen alt andet lige gør denne mindre byrdefuld rent finansielt, fordi transaktionen kræver et mindre indskud af køberne.

Netop derfor kan kapitalfondenes overtagelser synes at minde om Boss of Scandinavia-sagerne i 1960'erne og 1990'ernes selskabstømmersager. Der er derfor også mange, der forholder sig skeptiske overfor

kapitalfondenes overtagelser, og en del betvivler sågar overtagelsernes lovmæssighed.

2. Præsentation af emnet

Der har de senere år været en stor interesse i erhvervslivet for private equity. Ikke mindst salget af to store danske børsnoterede selskaber som ISS og TDC har forøget offentlighedens interesse for fænomenet private equity. Avisernes erhvervssider har næsten dagligt bragt artikler, som i større eller mindre grad har omhandlet private equity fondes opkøb eller heraf afledte spørgsmål. Der har ligeledes været en livlig debat mellem kritikere og fortalere. Et af de spørgsmål, der har været diskuteret er, hvorvidt private equity fondenes leveraged buyouts udgør retsstridige dispositioner. Den tidligere direktør for Føroya Banki *Jørn Astrup Hansen* skrev således i en artikel under overskriften: *“Selskabstømmere i nye klæder”* i Berlingske Tidende den 27. april 2006: *“Der er brug for en afklaring af, hvad der egentlig skal forstås ved bestemmelsen om, at man ikke må erhverve aktier i et selskab for dets egne midler. Og denne opgave bør ikke overlades til det almindelige juridiske kleresi.”* Den bestemmelse, som *Astrup Hansen* efterspørger en afklaring af, findes i aktieselskabslovens § 115, stk. 2 og benævnes almindeligvis selvfinansieringsforbuddet. Reglen, der forbyder et selskab at yde lån, stille sikkerhed eller midler til rådighed i forbindelse med erhvervelse af aktier i selskabet, er etableret for at beskytte kreditorerne og minoritetsaktionærerne mod en udhuling af selskabets kapital.

I denne bog skal leveraged buyouts af danske selskaber beskrives og analyseres i lyset af dette selvfinansieringsforbud. Både Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis samt domstolspraksis inddrages i behandlingen ligesom også Boss of Scandinavia-sagerne, som skabte grundlaget for vedtagelsen af bestemmelsen, behandles. På baggrund heraf foretages en samlet vurdering af leveraged buyouts af danske selskaber, med udgangspunkt i ISS og TDC overtagelserne. Det er formålet med bogen dels at skabe klarhed over selvfinansieringsforbuddets rækkevidde samt at vurdere leveraged buyouts i lyset heraf. Yderligere skal det diskuteres, om leveraged buyouts er gavnlige for samfundet, samt om selvfinansieringsforbuddet sikrer en optimal beskyttelse af kreditorerne og minoritetsaktionærerne. Endelig præsenteres det nye EU direktiv om ændring af kapitaldirektivet herunder selvfinansieringsforbuddet.

3. Afgrænsning og struktur

Det fremgår allerede ovenfor, at emnet for denne bog afgrænses således, at der udelukkende fokuseres på Danmark. Udgangspunktet for analysen af de danske leveraged buyouts er opkøbene af de to børsnoterede selskaber ISS og TDC. Andre overtagelser inddrages kun i begrænset omfang. Selvom private equity fonde har forskellige be væggrunde for at overtage selskaber og finansierer sådanne overtagelser forskelligt, fokuseres således udelukkende på leveraged buyouts, som anvendt ved TDC og ISS overtagelserne.

Efter en indledende beskrivelse af private equity og leveraged buyouts i kapitel 2 gennemgås i kapitel 3 selvfinansieringsforbuddet og bestemmelsens forhold til aktieselskabslovens øvrige kapitalregler. Internationale og skatteretlige forhold inddrages kun i begrænset omfang og udelukkende, hvor dette har specifik relevans for forståelsen af bestemmelsen i dansk selskabsretlig henseende. Konsekvenser ved overtrædelse af bestemmelsen holdes i det væsentlige ligeledes udenfor behandlingen. I kapitel 4 gennemgås i kronologisk orden Boss of Scandinavia-sagerne, selskabstømmersagerne og TDC og ISS overtagelserne. Vægten lægges på sagernes finansierings-struktur og på de selvfinansierende elementer. Andre juridiske forhold i sagerne holdes så vidt muligt udenfor behandlingen. Ved gennemgangen af TDC og ISS overtagelserne tages der udgangspunkt i førstnævnte, hvilket skyldes, at oplysninger om overtagelsen og den efterfølgende påvirkning af selskabet har været nemmere tilgængelig. Dette skyldes selvsagt, at køberne endnu ikke har erhvervet 100 % af aktierne i selskabet og dermed har visse børsretlige pligter til løbende at offentliggøre information om selskabet.

I kapitel 5 gennemgås og diskuteres forskellige teser om, hvorledes leveraged buyouts skaber afkast af den investerede kapital. På baggrund heraf vurderes det, om leveraged buyouts er gavnlige for selskabets eksisterende aktionærer og samfundet. Det diskuteres herefter, om selvfinansieringsforbuddet set i denne sammenhæng sikrer samfundsmæssig efficiens. I kapitel 6 diskuteres selvfinansieringsforbuddets rolle som kreditor- og minoritetsbeskyttelsesregel i lyset af private equity fondenes buyouts. Kapitlet vurderer bestemmelsens formål og effekt i relation til leveraged buyouts. Endelig i bogens kapitel 7 behandles kort det nye EU direktiv om ændring af kapitaldirektivet og herunder også art. 23 om selvfinansiering. Dette kapitel er udarbejdet efter indleveringen af forfatterens kandidatafhandling. I kapitel 8 samles bogens hovedkonklusioner i en sammenfatning.

Alle bogens illustrationer og skemaer mv. er tilvirket af forfatterne.

4. Metode

Fremstillingen bygger grundlæggende på den erhvervsjuridiske metode, som denne er formuleret af *Børge Dahl*.¹ Selvom den erhvervsjuridiske metode placerer selskabet i centrum og har til formål at afdække juridiske problemstillinger set fra virksomhedens synsvinkel, er der fortsat tale om en retsdogmatisk metode. Retsdogmatikken behøver næppe nogen nærmere beskrivelse her, men det kan kort nævnes, at denne traditionelle juridiske metode går ud på at undersøge gældende ret på baggrund af en analyse og fortolkning af relevante retskilder.² Den erhvervsjuridiske metode benyttes ofte til at identificere og bearbejde en given virksomheds juridiske problemer og "*vægten lægges på den forudgående præventive, anvendelse til forebyggelse af konflikter og indgreb*".³ I denne bog tages der dog ikke udgangspunkt i en virksomhed, således som *Børge Dahl* lægger op til ved at betegne den erhvervsjuridiske metode som et ledelsesredskab. Derimod fokuseres på den lovgivning der har relevans for virksomheder i mere generel henseende.

Der inddrages ligeledes erhvervsøkonomisk teori - hovedsagligt finansieringsteori til afdækning af rationaler for og konsekvenser ved leveraged buyouts. Finansieringsteori er erhvervsøkonomisk teori, der har til formål at fastslå, hvorledes projekter mv. kan finansieres økonomisk mest optimalt.

På baggrund heraf foretages en kort retsøkonomisk analyse af selvfinansieringsforbuddet. Retsøkonomi er anvendelse af især mikroøkonomi til undersøgelse af opståen, udvikling og virkninger af retsregler og retlige institutioner.⁴ Der eksisterer således ikke en egentlig retsøkonomisk metode, idet almindelig mikroøkonomisk metode danner grundlag for de økonomiske analyser af juraen. Der har været delte meninger om, hvorvidt retsøkonomi bør inddrages til at fastlægge gældende ret.⁵ Da nærværende fremstilling omhandler equity fondes selskabsopkøb og behandler erhvervsjuridiske - især selskabsretlige

1 *Dahl*: Erhvervsjura som ledelsesredskab i *Ørgaard* (red.) (1990) og *samme* (2002).

2 Se herom *Blume* (2002) side 23 f. og *Nielsen* (2002) side 20 ff.

3 Jf. *Dahl*-. Erhvervsjura som ledelsesredskab i *Ørgaard* (red.) (1990) side 98.

4 *Raaschou Nielsen & E. Juul Foss* (1996) side 11.

5 Se: *Riis* (1996) side 23 f., *Krüger Andersen & Nielsen* i U.1998B.476, se især: side 478, *Lau Hansen* i U.1999B.115, *Østergaard* (2003) side 277 samt *Skovbo* (2004).

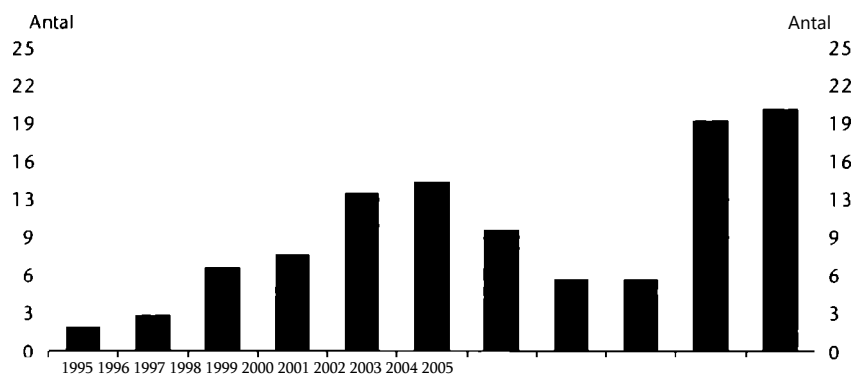
problemstillinger, synes retsøkonomien nærliggende at anvende. Om end selskabsretten uden tvivl indeholder bestemmelser, som ikke direkte kan forsvares ud fra et strengt økonomisk synspunkt, er det dog en af lovens fornemste opgaver at sikre optimale erhvervsmæssige forhold, hvilket jo - oversat til økonomisk sprog - betyder at sikre samfundsmæssig efficiens.

Kapitel 2

Leveraged buyouts i Danmark

1. Private Equity

Høj optimisme og penge-rigelighed har skabt meget gunstige vilkår for at låne billigt og benytte disse lånte midler til at investere i vækstselskaber. Private equity har været i hastig vækst, især i Europa de senere år, hvilket overordnet set skyldes følgende forhold: Lav udlånsrente, økonomisk opsving med meget lav konkurs-risiko, høj likviditet i markedet og øget konkurrence mellem banker.¹



Antal kapitalfondsopkøb af danske virksomheder. Anm.: Figuren viser kun virksomheder, hvor kapitalfonde kontrollerer mere end 50 % af ejerskabet. Ventureinvesteringer er ikke medtaget.

Kilde: Økonomi- og Erhvervsministeriet.

I de senere år er flere danske selskaber således blevet overtaget af *private equity funds* - på dansk almindeligvis benævnt *kapitalfonde*.² En

1 Se herom: Wells i International Financial Law Review, September 2006 side 38 ff.

2 Navnet *Private Equity Funds* betegner det forhold at der rejses kapital til investering i ikke børsnoteret aktiekapital. I denne bog anvendes benævnelsen kapitalfond fremover.

kapitalfond er et selskab, der er etableret med det formål at opkøbe selskaber og efter en årrække sælge dem igen med en fortjeneste.³ Normalt opkøber fondene unoterede selskaber, men i visse tilfælde købes også børsnoterede selskaber, som dog efter opkøbet øjeblikkeligt afnoteres fra børsen.

Kapitalfonde er ikke fonde i juridisk forstand, men er derimod som oftest etableret som kommanditselskaber.⁴ Fondens investorer deltager som kommanditister, og som komplementar anvendes ofte et aktie- eller anpartsselskab, som etableres og ejes af investorerne og administreres af fondenes ledelse.⁵ Kommanditselskabsformen anvendes, fordi sådanne selskaber er skattemæssigt transparente, hvilket betyder at beskattningen sker hos den enkelte investor, ligesom hvis denne havde foretaget investeringerne direkte.⁶ Dette gør det i mange tilfælde muligt for den enkelte investor at minimere skattebetaling af de gevinster der opnås ved afhændelse af fondens porteføljeselskaber.⁷ De selskaber, som overtages af kapitalfonde opnår herudover ofte et betydeligt fradrag i selskabsskatten, hvilket skyldes den øgede gældsætning af selskabet samt de øgede renteomkostninger.⁸

De fleste kapitalfonde er *independent*, og de deltagende investorer/kommanditister er i disse tilfælde institutionelle investorer herunder profitsøgende pensionskasser eller forsikringsselskaber men også i visse tilfælde private individer.

Visse fonde er også *captive*, hvilket betyder, at kapitalen indskydes af et moderselskab f.eks. en større industrivirksomhed. Kapitalfondene

3 I Europa benyttes betegnelsen private equity ofte synonymt med venture kapital, som oprindeligt betegner investeringer i selskaber der befinder sig i opstartsfasen. I denne tekst skal private equity forstås i overensstemmelse med det amerikanske private equity-begreb således at begrebet dækker over opkøb af modne virksomheder.

4 I Storbritannien og Nordamerika er Kapitalfondene på lignende vis etableret som *limited partnerships*.

5 Dette komplementarselskab kaldes fondens administrationsselskab. Administrations-selskabet og dermed kapitalfonden ledes som regel af en række af fondens investorer for at sikre at fondens interesse er lig investorernes.

6 *Werlauff*: Selskabsskatteret 2006/07 side 152 f.

7 I sær i tilfælde hvor fondens administrationsselskab er placeret i lande med meget lav skat opnås en betydelig skattemæssig fordel. Hertil kommer at renter af den lånte kapital kan fratrækkes i investorens indkomst.

8 Der er i skrivende stund udsigter til at selskabsskattelovgivningen vil blive ændret i den nærmeste fremtid således at kapitalfondenes skattefordele mindskes. Dette vil ikke blive behandlet yderligere i denne bog. Se om kapitalfondenes skattefordele: Økonomi & Erhvervsministeriet: Kapitalfonde i Danmark, Økonomisk Tema nr. 4, november 2006.

er typisk organiseret således, at kapitalindskyderne ikke kan realisere investeringen før den underliggende investering, efter typisk fire til otte år, har genereret tilstrækkeligt afkast, således at tilbagebetaling af den indskudte kapital med tillæg af en eventuel gevinst kan finde sted.

Sådanne kapitalfonde kan have forskellige investeringsprofiler. Nogle stiller venture kapital til rådighed for nystartede selskaber, mens andre investerer specifikt i selskaber, der har behov for øget kapital til at udvikle forretningen. Kapitalfondenes mest anvendte investeringsstruktur er *leveraged buyouts*, hvormed et selskab overtages og geares betydeligt. Ideen med sådanne overtagelser er i hovedsagen, at overtagelsen kræver en begrænset investering i forhold til det overtagne selskabs værdi.⁹

2. Leveraged buyouts

Leveraged buyouts er et overordnet begreb for selskabsovertagelser, hvor målselskabet gældsættes, således at køber - hovedsagligt en eller flere kapitalfonde - opnår en finansiell fordel i forbindelse med overtagelsen. Der er stor varians i mængden af gæld i forhold til egenkapital i de enkelte transaktioner, men normal praksis er i dag, at kapitalfonden indskyder omkring en fjerdedel egenkapital i transaktionen, idet de resterende tre fjerdedele fremmedfinansieres.¹⁰ Målselskabets midler benyttes efter overdragelsen til at afdrage eller på anden måde stå til rådighed for denne fremmedkapital. Den anvendte fremmedfinansiering består af langsigtede banklån, der ydes mod sikkerhed i målselskabet (ca. 50-60 % af den samlede købssum) samt usikret gæld (ca. 20 %) i form af f.eks. *high yield bonds* eller anden mezzaninkapital eller *subordinated gæld*.¹¹ I modsætning til traditionel *corporate lending*, som er betegnelsen for lånefaciliteter, der stilles til rådighed ved "almindelige" selskabsoverdragelser, er LBO-lånestrukturen ofte noget mere kompleks. Det skyldes især det forhold, at gælden er væsentligt højere

9 Se om Private Equity: Plesner i Finans/Invest nr. 8 (2003), side 16 ff. Samt T. Krüger Andersen i NTS 2005 nr. 4 side 90 ff.

10 Mange LBO's bygger på helt ned til 10 % egenkapitalindskud og 90 % fremmedfinansiering. Standard & Poor's opgjorde i 2003 den gennemsnitlige fremmedfinansieringsandel i europæiske LBO's til at være 88 %. Ved ISS og TDC opkøbene var ca. en fjerdedel af det samlede indskud egenkapital.

11 En mere detaljeret beskrivelse af de finansielle transaktioner følger nedenfor i afsnit 2.3.

ved LBO, end tilfældet ofte er ved almindelige aktiemajoritetsoverdragelser. Netop den høje gældsandel af overtagelsen kan tilvejebringes ved, at fremmedfinansieringen ydes på baggrund af målselskabets cash flow i stedet for traditionel sikkerhed. En typisk finansiel gearing i et LBO-arrangement er på seks til syv gange selskabets driftsindtjening eller EBITDA.¹² Den udtalte fokus på målselskabets cash flow skyldes, at det netop er dette cash flow, der skal tilbagebetale lånene. Derfor er et væsentligt træk ved typiske LBO-kandidater, at de genererer et stort og stabilt cash flow samt udøver virksomhed indenfor et forholdsvis stabilt marked. Gældsstrukturen tilrettelægges for specifikt at passe til den givne LBO, og der foretages nøje beregninger af cash flowets stabilitetsgrad, ligesom der foretages analyser af, hvorledes det eventuelt kan forbedres i fremtiden. Den høje gældsandel og den hermed øgede finansielle risiko er ensbetydende med, at långivernes indtjeningsmargin bliver en del højere ved LBO, hvilket kan være attraktivt for långiver pga. det nuværende lave renteniveau.

Långivernes typiske indtjeningsmargin ved LBO er 2,0-3,5 %, hvorimod "traditionelle" erhvervslån genererer en indtjening på 0,5-1,25 %. Långiverne har derfor et øget incitament til at kræve indsigt og medbestemmelse, især for at sikre at selskabet ikke foretager investeringer eller afhændelser, der kan have negative konsekvenser for dets cash flow og dermed på afbetalingerne af långivernes udestående. På grund heraf "bindes" låntager/målselskabet kontraktmæssigt af långiverne i videre udstrækning end ellers. Der er ved LBO, i modsætning til de "traditionelle" overdragelser, flere rapporteringskrav indbygget fra långiver i form af både finansielle og ikke-finansielle *covenants*.¹³ Disse medfører bl.a., at selskabet konstant skal oplyse om dets performance til långiverne, som i visse tilfælde tilmed er indvalgt i bestyrelsen i målselskabet.

Dette begrænser både den finansielle fleksibilitet og handlefrihed for selskabet og medfører, at kapital- og magtbalancen mellem långiver og egenkapitalindskyder forrykkes i takt med den øgede gældsætning. I modsætning til en egenkapitalfinansiering så resulterer en finansiering med fremmedkapital som regel i et konstant krav om betaling af renter og afdrag, hvorved selskabet bliver mindre modstandsdygtigt overfor

12 "Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization" Virksomhedens driftsmæssige resultat før renter, skat, afskrivninger og forrentning. EBITDA er det foretrukne begreb til estimering af cash flows.

13 Covenants behandles i kapitel 3, afsnit 4.

eksempelvis økonomisk afmattelse f.eks. ved nedgang i efterspørgslen på selskabets produkter. Denne ulempe opvejes dog af visse andre fordele, som behandles i kapitel 5.

Selve transaktionen kan, alt efter de konkrete omstændigheder, tilrettelægges på flere måder. Hvis målselskabet er børsnoteret, kan den eller de interesserede kapitalfonde afgive et *tender offer* i form af et offentligt købstilbud på samtlige aktier i selskabet, hvilket som oftest også er betinget af, at samtlige aktier kan erhverves.¹⁴ Som oftest vil den køvende fond sørge for, at bestyrelsen i målselskabet anbefaler aktionærerne at tage imod købstilbuddet. Hvis ikke de interesserede købere, forinden der gives tilbud, har en sådan accept fra ledelsens side, vil der være tale om en *contested take-over*.¹⁵ Sådanne contested take-overs benyttes sjældent i danske LBO, antageligt fordi bestyrelserne i de danske selskaber, der er blevet udsat for LBO, af flere grunde har kunnet se visse fordele for selskabet, aktionærerne og/eller deres egen stilling ved en sådan overtagelse af selskabet.¹⁶

Selve opkøbet sker som regel gennem et *special* eller *single purpose vehicle* (SPV), som er et holdingselskab etableret med det (ene) formål at overtage målselskabet. Sådanne selskaber er især nyttige, når der er flere kapitalfonde involveret i den pågældende transaktion, samt hvis kapitalfondene er udenlandske, idet de administrative omkostninger herved kan reduceres.

Hvis målselskabet er børsnoteret, vil der efter køkets afslutning ske en afnotering af det pågældende selskab - såkaldt *public to private*, og det af kapitalfondene styrede single purpose vehicle placeres som nyt holdingselskab, eller det fusioneres ind i koncernen. Efter en periode på tre til syv år vil kapitalfondene normalt foretage *exit*.¹⁷ I den mellemliggende periode drives selskabet videre enten efter den hidtidige strategi, eller efter en ny strategi, som i visse tilfælde kan betyde en

14 Eller i hvert fald nok til at de tilbageblevne minoritetsaktionærer kan indløses. Ofte vil et sådant offentligt købstilbud medføre, at der bliver fremsat konkurrerende tilbud fra anden side med en egentlig auktionslignende proces til følge.

15 Schans Christensen (1991) side 21. Her fremhæves i øvrigt at begrebet contested er mere rammende end hostile takeovers i det der ikke nødvendigvis er noget fjendtligt ved at give tilbud uden bestyrelsens tilslutning, bortset fra det manglende samarbejde mellem køber og målselskabets bestyrelse.

16 For nærmere studier af proceduren og relevante regler ved offentlige købstilbud se Egholm Hansen & Lundgren (2005) side 434.

17 Exit er samlebetegnelsen for de forskellige måder hvorpå investorer kan realiserer investeringen. Den normale exit ved kapitalfondenes investeringer sker ved en børsnotering af selskabet - såkaldt *going public*.

slankning eller en udvidelse af selskabet. Valget af strategi afhænger af kapitalfondens målsætning, samt markedets og målselskabets karakteristika. Der sker dog altid visse ændringer i det opkøbte selskab. Hvis målselskabet inden overtagelsen har været børsnoteret, går den omkringliggende verden glip af en masse information, som tidligere har været offentliggjort. Dette har den umiddelbare effekt, at selskaberne lever et mere stille liv efter en overtagelse, og der er fremført argumenter for, at selskaber faktisk drives bedre, fordi ledelsen ikke benytter tid og ressourcer på at pleje børsmarkedet. Omvendt lyder kritikken, at selskaberne drives med kortsigtet profitmaksimering for øje, hvilket kan indebære, at markedet ved exit er skeptisk med hensyn til selskabets langsigtede potentiale, hvilket kan medføre en lavere børskurs på aktien og dermed en lavere salgsspris for den pågældende kapitalfond.¹⁸

3. Den finansielle konstruktion i leveraged buyouts

En selskabsoverdragelse er et større projekt, som kræver forberedelse og grundighed. Normalt er en selskabsoverdragelse opdelt i forskellige faser, som indbefatter forhandlinger og undersøgelser af flere omgange indtil en endelig aftale mellem sælger og køber foreligger.¹⁹ I den endelige overdragelsesaftale som underskrives af parterne aftales ofte en senere dato, hvor aftalen opfyldes (såkaldt *closing date*). Closing af overdragelsesaftalen vil ofte være betinget af, at visse betingelser opfyldes fra parternes side, bl.a. kan det være aftalt, at sælger ikke må foranledige, at målselskabet stiller sikkerhed eller yder lån til tredje-mand efter aftalens indgåelse mv. Netop adskillelsen af datoen for underskriften af overdragelsesaftalen og datoen for opfyldelsen af aftalen kan være en fordel ved LBO. Dette muliggør nemlig, at køber kan sikre sig, at sælger og målselskabet holdes fast på de mellem parterne aftalte betingelser, således at det bliver nemmere at opnå ekstern finansiering til overtagelsen. De finansielle aktører, der bistår køber,

18 Se om rationalerne for LBO samt om samfundsmæssige gevinster og konsekvenser ved LBO kapitel 5.

19 Se om forløbet af en virksomhedsoverdragelse *Egholm Hansen & Lundgren* (2005] side 33 ff.

skal kunne gennemskue, hvorledes køber bliver stillet finansielt, når denne har overtaget det pågældende selskab.

Netop tilrettelæggelsen og gennemførelsen af de finansielle transaktioner er ofte et omfattende projekt ved LBO. Finansieringsstrukturen i en LBO kræver normalt deltagelse fra et større antal långivere, som udbyder forskellige låneprodukter, som hver især udfylder en rolle i den samlede finansieringsstruktur.²⁰ I det følgende gennemgås en typisk LBO finansiering.

3.1. Låneoptagelsen

Kapitalfondes selskabsopkøb i form af LBO indbefatter som nævnt en meget høj grad af fremmedfinansiering i forhold til den mængde egenfinansiering, der indskydes. Sådan en kraftig gearing kræver optagelse af forskellige typer lån, der varierer i omkostninger, og hvis sikkerhed er forskellig. Den sikkerhed, som stilles for visse lån, kan ske igennem egne eller tredjemands pantsætninger samt igennem kontraktuelle støtteerklæringer i form af *letters of comforts* eller egentlig kautions- og garantistillelse. Der anvendes en række forskellige finansielle produkter udbudt af specialiserede långivere indenfor forskellige produktkategorier såsom *seniorlån* - *first* og *second lien* og *mezzanin kapital* i form af blandt andet *high yield bonds* og *payment in kind (PIK)*.²¹

3.1.1. Seniorgæld

Seniorlån er banklån, der ydes af større banker og finansieringsselskaber. Ved danske buyouts udgør seniorgæld som regel omkring halvdelen af den samlede fremmedfinansiering og udgør dermed det sikre finansielle fundament.²² Lånene er kontraktuelt foranstillede i prioritetsrækken og kræver - også i LBO-sammenhæng - traditionel sikkerhed i aktiverne, der erhverves samt garantistillelse fra eventuelle driftsselskaber. Lånene har ofte en kortere løbetid end de efterstillede lån - som regel omkring 7-8 år. Seniorlån kan ydes i form af serielån, stående lån eller *revolving credit* /ari/mes/kassekreditter mv. Typisk

20 Ofte bistår en *investment bank* med tilrettelæggelsen af overtagelsesfinansieringen.

21 En nyere lånevariant er det lidt humoristisk benævnte: PIYC-lån (Pay if you can).

22 I USA udgør den sikrede gæld typisk mellem 50 - 80 % af den samlede LBO-kapitalstruktur. Lånene vil her typisk være *asset-based* og vil således - ligesom i Danmark - have traditionel sikkerhed i selskabets aktiver jf. *DePamphilis* (2002) side 562.

genererer seniorlån ved LBO en indtjeningsmargin til långiverne på 2,0-3,0 %.²³

Der sondres mellem first og second lien seniorgæld, hvor first lien, som navnet antyder, placeres først i prioritetsordenen. Second lien rangerer normalt lavere end first lien, men i låneaftaler ses pari passu-klausuler ofte anvendt, således at secondlien lånene har samme prioritet. Pari passu-klausuler forhindrer imidlertid ikke, at låntager indfrier et lån før et andet. Den sikkerhed pari passu-klausuler skal yde långivere, er i tilfælde af låntagers konkurs væsentligt begrænset.²⁴

Second lien lån understøttes af egne lånekontrakter, men finder ofte inspiration fra både senior- og mezzaninaftalerne. Med hensyn til afdrag på lånet er disse pari passu-ranket med seniorgælden. Second lien udgøres for eksempel af variabelt forrentede serielån med løbetid på 7-10 år. Lånets margin er som regel lidt højere end first lien lån, da risikoen ved lånet er større. Second lien lånene oprykkes i prioritetsrækkefølgen, efterhånden som seniorgælden indfries. Yderligere benytter second lien, som alt overvejende hovedregel, en speciel *change of control* - klausul, som betyder, at lånene skal indfries ved selskabets ejerskifte. Second lien lån ydes som regel af *hedge funds* og lignende fremmedkapitaludbydere.

3.1.2. Mezzaninkapital

Mezzaninfinansiering udgøres af gæld, som ved danske LBO er sikret på samme niveau som first og second lien lån hvad angår renter.²⁵ Kontraktmæssigt er de ranket på tredjepladsen i konkursordenen. Termen mezzaninkapital er illustrerende for disse faciliteters sikkerhedsmæssige placering mellem seniorlånene og egenkapitalen. Mezzaninlån er som regel ikke sikret for hele lånebeløbet, og det er som regel indbygget i strukturen, at en del af lånet indbetales som payment in kind (PIK). PIK-lån er usikrede og rentetunge lån, som stiger over tid, idet rentebetalingerne lægges oven i det samlede tilgodehavende. Udover en højere rente, er afbetalingsstrukturen etableret således, at

23 Kilde: Nordea. Tallet er baseret på den indtjening långiver opnår i forhold til eksempelvis nationalbankens diskonto eller LIBOR mv. Til sammenligning er indtjeningsmarginen ved almindelig corporate lending på 0,5 til 1,25 %.

24 Se herom *Tamasauskas* (2006) side 470.

25 I USA dækker termen mezzaninkapital udelukkende over usikret gæld, der ydes af såkaldte *cash flow lenders*. Se herom: *DePamphilis* (2002) side 565 og *Hockless UPak* i 1FLR, *The 2005 Guide to Private Equity and Venture Capital*, side 79 ff.

renten stiger over tid. Da lånet er dyrere end det meste af den øvrige fremmedkapital, der benyttes i en LBO, vil låntageren ofte forsøge at få indfriet disse lån så hurtigt som muligt efter overtagelsen. For at undgå at lånet tilbagebetales umiddelbart efter en overtagelse, indbygger långiver ofte sanktioner, låntageren skal betale i tilfælde af en sådan indfrielse. På trods af sådanne pre-payment-klausuler kan det som regel alligevel betale sig for låntageren at indfri lånet før forfaldstid, og PIK-faciliteter benyttes således ofte som midlertidig overtagelsesfinansiering.

Også junk bonds kan inddrages i LBO finansiering. Junk bonds er en anden betegnelse for high yield bonds og er højtforrentede obligationer ranket under investment grade.²⁶ Junk bonds kan indgå i overtagelsesfinansieringen ved, at målselskabets eksisterende obligationer downgrades til junk-status.²⁷ Derudover kan junk bonds eksempelvis udstedes efter en overtagelse har fundet sted, således at disse kan refinansiere midlertidige dyre bridge faciliteter.²⁸

3.2. Lånekonstruktionen

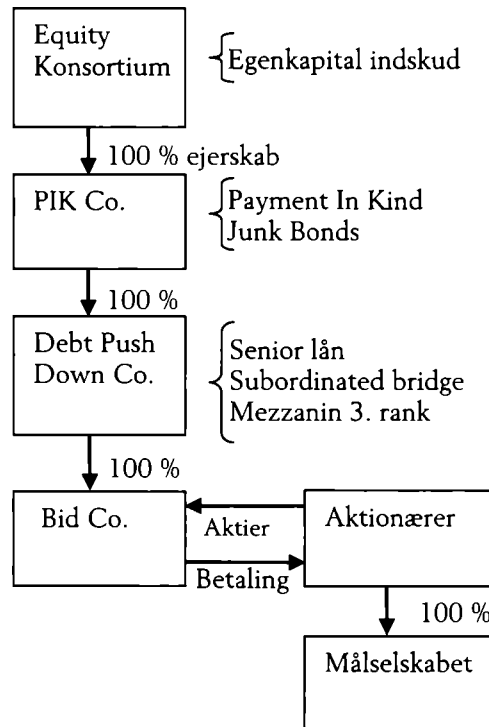
Når fristen for købstilbudet udløber, og tilslutningen blandt långiverne er tilfredsstillende, optages de nødvendige lånefaciliteter til finansieringen af henholdsvis overtagelsen af aktierne, debt pushdown og refinansieringen af målselskabets eksisterende gæld. Kapitalfondens lån er optaget i et til formålet oprettet holdingselskab som regel med en række anpartsselskaber under sig. Denne holdingstruktur består af flere selskaber, der bl.a. er oprettet for at adskille de forskellige lånefaciliteter fra hinanden og for at lette de senere debt pushdown transaktioner. Strukturen er som regel ligeledes opbygget på en sådan måde, at långiverne i praksis *ikke* løber nogen risiko ved gennemførelsen af selve transaktionen, fordi lånene først ydes, når der er opnået betryggende sikkerhed i målselskabet. Grafisk kan købers strukturering se således ud:

26 Junk bonds er højtforrentede og risikobetonede erhvervsobligationer der rankes BB eller under af S&P og Ba eller under af Moody's. Anvendelsen af junk bonds i forbindelse med virksomhedsovertagelser eksploderede i 1980'ernes USA og anvendes også i høj grad i dag.

27 Jf. herom kapitel 4, afsnit 4.3, hvor ISS' og TDCs erhvervsobligationer behandles.

28 Jf. kapitel 4, afsnit 4.1.

3. Den finansielle konstruktion i leveraged buyouts



Øverst i figuren ses selskabet *Equity Consortium*, der er det danske *single purpose vehicle* (SPV), som ejes af de deltagende kapitalfonde. Fonden indskyder i dette selskab egenkapitalindskuddet, som ofte i et LBO svarer til omkring 10-30 % af den samlede overtagelsessum.

I *PIK Co.* placeres både långivere, som yder den usikrede PIK-kapital samt långivere, hvis láneprodukter som regel ikke er fleksible mht. til genbelåning.²⁹ Disse faciliteter indbefatter som regel payment in kind og junk bonds, der begge er specielle faciliteter, der ydes af flere forskellige långivere på det finansielle marked. Disse faciliteter er kendetegnet ved at være risikoinvesteringer og har prioritet umiddelbart før egenkapitalen. Netop af denne grund placeres disse faciliteter højt oppe i købers selskabskonstruktion. I det tredje selskab *Debt Pushdown Co.* placeres de langsigtede og sikrede seniorlánefaciliteter. Faciliteterne er typisk almindelige first lien seniorlån eller subordinated bridge samt endelig mezzanin faciliteter. De långivere, der er placeret i *Debt Pushdown Co.* har, inden overtagelsen finder sted, udelukkende

29 Vigtigheden af genbelåningen beskrives i det følgende afsnit 2.3.

mulighed for at opnå sikkerhed i form af pantsætning af aktierne fra henholdsvis målselskabet, når dette erhverves, og *Debt Pushdown Co.* Den traditionelle pantesikkerhed suppleres med *negativ pledge-erklæringer* afgivet fra henholdsvis målselskabet og *Debt Pushdown Co.* Indgåelsen af negative erklæringer betyder blot, at bestyrelsen og ledelsen i de forskellige selskaber indvilliger i ikke at frasælge, pantsætte eller optage yderligere lån, så længe långiverne ikke har opnået den ønskede prioritetssikring.³⁰

Det sidste selskab i konstruktionen; *Bid Co.* modtager erhvervelsessummen i form af egenkapitalindskud fra de tre ovenstående selskaber. *Bid Co.* optager derved ingen lån til købet af målselskabet, men betaler aktierne i målselskabet med selskabets nyindskudte egenkapital.

Udover den omtalte sikkerhed for lånene, vil det normalt være tilfældet, at alle de her nævnte selskaber har deres selskabskonti hos samme långiver, der herved kan sikre, at der ikke foretages problematiske dispositioner, som kan forringe långivers udestående. Derfor er det reelt ikke noget problem for långiver at yde det pågældende lån, før der kan opnås en gensidig sikkerhed i reelle aktiver, idet køber i realiteten ikke disponerer over pengene, før långiver har opnået den ønskede sikkerhed. Sikkerheden for disse lån opnår långiverne efterfølgende, idet lånene presses ned i målselskabet igennem en række nøje planlagte transaktioner mellem långiverne, køberne og den nyindsatte bestyrelse i målselskabet. Disse transaktioner betegnes samlet *debt pushdown*.

3.3. Debt pushdown

Man kan undre sig over, hvorfor de deltagende långivere yder lån til selskaber, som reelt ikke indeholder aktiver, der kan danne grundlag for sikkerhedsstillelse. Denne villighed hos långiverne betinges imidlertid også af, at der foretages en *debt pushdown* transaktion.

Rationalet bag sådanne *debt pushdown* transaktioner, hvormed lånene refinansieres og flyttes ned, er at lånene er bedre sikret i de selskaber, hvor cash flow'et genereres. Har de enkelte driftsselskaber ikke tilstrækkelige aktiver, og genererer de ikke tilstrækkeligt cash flow til at servicere låneprovenuets, afgives krydsgarantier til sikkerhed for lånene. Inden lånene kan "flyttes ned", skal en del selskabsretlige regler iagttages. Først skal de nye ejere indkalde til

30 Negative pledge covenants behandles nedenfor i kapitel 3, afsnit 3.4.

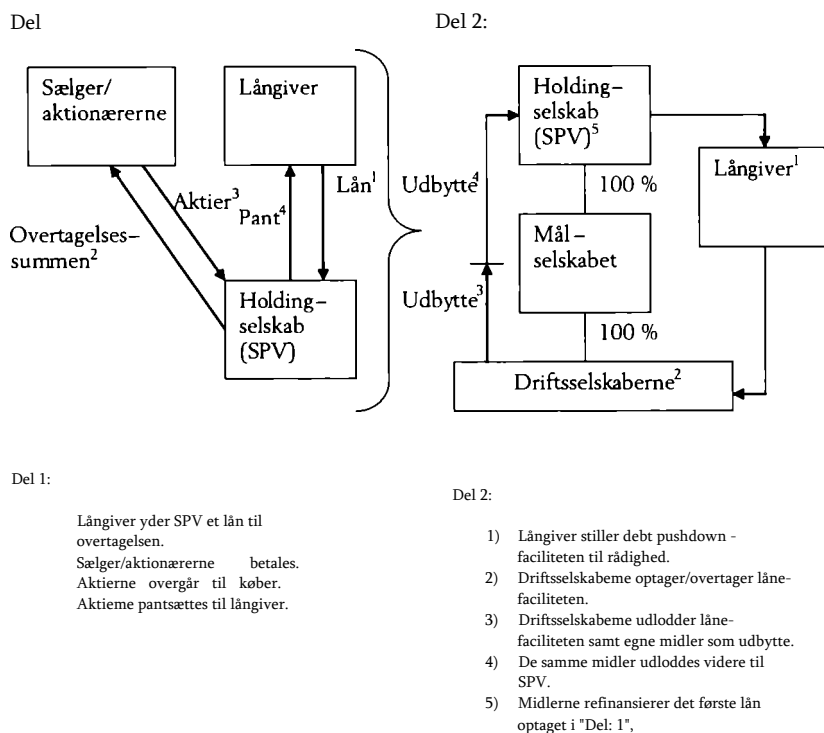
en ekstraordinær generalforsamling, hvor der normalt vil blive valgt en ny bestyrelse. Denne bestyrelse vil herefter blive bemyndiget til at udbetale ekstraordinært udbytte. Ligeledes vil den overtagende kapitalfond forsøge at gennemføre en tvangsindløsning af eventuelt resterende aktionærer.

Det vil som regel være aftalt mellem køber og långiver, at der hurtigst muligt efter overtagelsens gennemførelse udbetales ekstraordinært udbytte fra målselskabet til holdingselskabet (*BidCo*). Midlerne til en sådan udbyttebetaling udgøres hovedsagligt af långivernes indskud og eventuelt i nogen udstrækning frie reserver i målselskabet. Låneaftalen mellem långiver og aktiekøber kan udformes som en dobbelteksponeret låneaftale forstået således, at det i lånedokumentet er aftalt, at de optagede lån kan genlånes af målselskabet til finansiering af ekstraordinær udbyttebetaling. Med andre ord, det samme beløb lånes to gange; før overtagelsen optages lånet af Kapitalfondens selskaber og efter overtagelsen af målselskabet. Efter det andet lån er optaget, kanaliseres midlerne via udbytte til *BidCo* videre til *Debt Pushdown Co.* der refinansierer det oprindelige - første lån. Resultatet af transaktionen er, at målselskabet gældsættes med lån optaget til finansiering af aktierne i selskabet.

Det antages, at alle udbyttetransaktionerne rent praktisk foretages af den samme långiver som posteringer på lukkede konti med direkte transport til de implicerede långivere, som så sikrer, at udbyttelikviderne tilbagebetales til den korrekte långiver. Det kan ligeledes aftales, at långiver, som en del af låneaftalen, refinansierer den eksisterende gæld i målselskabet.

Det samlede resultat af transaktionerne er, at långiver opnår førsteprioritets sikkerhed for de ydede lån, samt at køber har fuld kontrol over sine aktier, da disse ikke længere er pantsat til långiver. Konsekvensen for målselskabet er kraftigt øgede gældsforpligtelser, fordi der trækkes midler ud af selskabet uden, at der samtidig tilføres selskabet flere aktiver. Målselskabets eksisterende kreditorer vil som regel være fåtallige efter en overdragelse, idet de fleste vil være indfriet. Hovedreglen er dog, at erhvervsobligationer udstedt af målselskabet inden overtagelsen ikke tilbydes indfrielse.³¹ Grafisk ser den samlede finansieringsstruktur således ud:

31 Netop sådanne erhvervsobligationer udgør en betydelig fordel for kapitalfonden, da sådanne obligationer letter overtagelsens finansieringsbyrde jf. kapitel 4, afsnit 4.3.



Fokuseres på den etablerede koncernstruktur bør det bemærkes, at etableringen af *PIK Co.* tjener det formål at fungere som låntager af risikobehæftede lån, som ikke skubbes ned i målselskabet gennem debt pushdown transaktionen. Disse lån er ikke ydet på betingelse af "nedflytning", og er udelukkende sikret gennem de såkaldte cash flow garantier. Disse garantier sikrer, at der afdrages på lånene ved udbyttebetaling fra målselskabet.

Hvad angår de implicerede långivere, har de ydet en række låne-faciliteter til målselskabet med en væsentlig højere rente end ved et normalt corporate lending arrangement. Den højere rente skyldes selvsagt den højere risiko, der er forbundet med at yde lån til et i forvejen højt gældsat selskab.

Det endelige resultat af overtagelsesforløbet, som her beskrevet, er, at målselskabets midler skaber grundlag for finansieringen af overtagelsen. Ses der herudover bort fra den tidsmæssige forskydning i de forskellige transaktioner, er det faktiske resultat, at målselskabets midler benyttes til at finansiere overtagelsen. Ikke alene de frie likvide reserver kan danne grundlag for selskabets overtagelse, også materielle

og immaterielle aktiver kan danne grundlag for belåning og dermed udbytteudlodning.

Den praktiske anvendelse af debt pushdown finansiering illustreres ved beskrivelsen af ISS og TDC overtagelserne nedenfor i kapitel 4, afsnit 4.

4. Sammenfatning

Kapitalfonde har de senere år stået bag et til stadighed stigende antal opkøb af større danske koncerner. Disse kapitalfonde overtager de pågældende selskaber hovedsagligt ved at optage lån, som benyttes til finansiering af overtagelserne. Kapitalfondene benytter højest en fjerdedel egenkapital samt i øvrigt fremmedkapital til at finansiere selskabsovertagelserne. Denne fremmedkapital optages som forskelligartede lån, hvor udelukkende halvdelen af de samlede lån opnår egentlig sikkerhed. Denne sikkerhed opnås før overtagelsen i de aktier, kapitalfonden erhverver, og flyttes herefter ned i de cash flow-genererende driftsselskaber igennem en debt pushdown transaktion. De øvrige lån flyttes ikke ned i driftsselskaberne og er i øvrigt kun sikret kontraktuelt gennem cash flow garantier. Netop derfor er disse lån ganske omkostningskrævende, og de forsøges også indfriet af låntagerne så hurtigt som muligt, efter den samlede transaktion har fundet sted.

Hele finansieringskonstruktionen er på forhånd aftalt mellem kapitalfonden, den finansierende bank samt herunder de øvrige långivere og i visse tilfælde sælgeren af aktierne. Aftalen er konstrueret som en dobbelteksponeret finansieringskontrakt, hvor hele forløbet på forhånd er bestemt, og hvorefter det endelige resultat er, at målselskabets midler i sidste ende ikke alene skaber grundlaget for finansieringen, men rent faktisk i overvejende grad finansierer transaktionen.

Kapitel 3

Lovreguleringen

Virksomhedsoverdragelser i form af *leveraged buyouts* indebærer, som beskrevet ovenfor, en høj gældsætning af målselskabet. En sådan gældsætning indebærer en stramning af selskabets likviditet, som kan have visse uheldige konsekvenser for eventuelle tilbageblevne minoritetsaktionærer og selskabets kreditorer. Virkningen af en LBO kan bl.a. sidestilles med et selskabs tegning og køb af egne kapitalandele, idet LBO finansieringen i realiteten fungerer som en kapitalnedsættelse. I aktieselskabslovens § 115, stk. 2 findes et forbud mod selvfinansierende transaktioner, som netop har til formål at beskytte kreditorerne og minoritetsaktionærerne mod en udhuling af selskabets kapital i forbindelse med en overtagelse af selv samme selskab.

I kapitlet skal dette selvfinansieringsforbud samt bestemmelsens forhold til den øvrige selskabsret beskrives. Erhvervs- og Selskabsstyrelsens administrative praksis vil blive inddraget i behandlingen.

1. Forbud mod selvfinansiering, ASL §115, stk. 2

Selvfinansieringsforbuddet findes i aktieselskabslovens (ASL) § 115, stk. 2. Bestemmelsen har følgende ordlyd:

"Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anpartar i dets moderselskab. Et selskab må heller ikke stille midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse."

Der findes i aktieselskabsloven udelukkende to undtagelser til dette forbud. Den ene findes i ASL § 115a, stk. 2, der undtager medarbejderes erhvervelse af aktier i selskabet eller dets datterselskab. Den anden undtagelse udelukker banker og realkreditinstitutter fra forbuddet. Disse undtagelser vil ikke blive studeret yderligere i denne bog.

Forbuddet gælder udelukkende for aktieerhvervelser og finder således ikke anvendelse ved aktiv- eller substansoverdragelser. Formuleringen "(...) ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier/andeler/..., omfatter ifølge Erhvervs- og Selskabsstyrelsen ligeledes et selskabs nytægning af aktier i selskabet selv eller dets moderselskab.¹

2. Historik og indhold

2.1. Baggrund

Et forbud mod selvfinansiering drøftedes for første gang i Danmark i 1960'erne jf. betænkning 362 (1964), hvorefter det følger, at forbuddet er inspireret af engelsk ret.² Som begrundelse for reglen anføres: *"bestemmelsen supplerer såvel reglerne om ydelse af aktionærlån som reglerne om erhvervelse af egne aktier og tager navnlig sigte på de i praksis forekommende tilfælde, hvor en køber - evt. et i dette øjemed stiftet holdingselskab - erhverver samtlige aktier i et selskab på kredit og samtidig opnår et lån i det pågældende selskab til finansiering af købet med den udtrykkelige eller stiltiende aftale, at lånet efter overtagelsen af selskabet skal indfries ved hjælp af det overtagne selskabs midler."* Den i 1964-betænkningen foreslående revision af aktieselskabsloven bliver ikke vedtaget, men det samme udvalg med O.A. Borum som formand udarbejder en ny betænkning - nr. 540 (1969) nogle år senere. Bemærkningerne til det foreslåede selvfinansieringsforbud (dengang § 115, stk. 4) gentager 1964-betænkningens bemærkninger, idet der dog tilføjes: *"Den her foreslåede regel har for dansk rets vedkommende fået forøget aktualitet og betydning ved det i "Boss"-sagen passerede."*³ Den nye aktieselskabslov⁴ træder i kraft i 1973.

I 1977 blev EU's 2. selskabsdirektiv - kapitaldirektivet vedtaget. Direktivet implementeredes i aktieselskabsloven i 1982.⁵ Med denne lovændring tilføjedes formuleringen *"ikke stille midler til rådighed"* og bestemmelsen blev således til den nugældende § 115, stk. 2, som næsten er identisk med den danske version af artikel 23, stk. 1 i kapitaldirektivet:

1 Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 27. juni 1994 (j.nr. 94-39.266).

2 Betænkning 362 (1964) side 131.

3 Betænkning 540 (1969) side 159. Boss sagerne behandles nedenfor i kapitel 4, afsnit 2.

4 Lov nr. 370 af 13. juni 1973.

5 Lov nr. 282 af 9. juni 1982.

"Et selskab må hverken stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af dets aktier."

I bemærkningerne til lovforslaget bemærkes kort følgende i relation til forbuddet mod selvfinansiering: *"I bestemmelsens stk. 2 opretholdes forbudet i ASL § 115, stk. 4, dog således, at formuleringen er ændret for at tilvejebringe overensstemmelse med direktivets art. 23, stk. 1. I den forestående form omfatter bestemmelsens forbud enhver finansiering af køb af aktier eller anparter."* Det eneste fortolkningsbidrag er altså, at det på tidspunktet allerede eksisterende forbud "opretholdes", samt at formuleringen udvides således, at forbuddet nu omfatter "enhver finansiering".

Denne omfattende udvidelse af bestemmelsen kunne umiddelbart skabe en formodning om, at bestemmelsen efter denne lovændring skal fortolkes så udvidende, at aktieselskabslovens øvrige kapitalregler må vige for bestemmelsen. Det kan synes nærliggende, at bestemmelsen tiltænkes udvidet, således at bestemmelsen får karakter af generalklausul, hvorefter domstolene i konkrete sager kan skønne en overtagelse urimelig og dermed anvende bestemmelsen. Dette er dog, som det fremgår nedenfor, ikke umiddelbart tilfældet om end især forbuddet mod at "stille midler til rådighed" til stadighed synes noget uafgrænset i praksis. I 2006 foreligger et ændringsdirektiv til kapitaldirektivets art. 23, således at selvfinansiering tillades under visse betingelser.⁶ Dette direktiv som det er frivilligt for medlemsstaterne at implementere behandles i bogens kapitel 7.

2.2. Formålet med ASL § 115, stk. 2

Et af selskabsrettens vigtigste formål er at beskytte minoritetsaktionærernes samt kreditorernes interesser herunder ved at sikre disse beskyttelse mod misbrug af selskabskapitalen.⁷

⁶ Direktiv 2006/68/EF.

⁷ Om formålet med selskabsretten se *Schaumburg-Müller* i *Lynge Andersen* (red.) (2003) side 174 ff. Samt *Fnis Hansen & Krenchel* (2006) side 25 ff., hvor det nævnes at selskabsretten grundlæggende har to funktioner. For det første nævnes at reglerne skaber grundlag for at selskabsdeltagerne kan opstille en retlig ramme omkring deres samvirke, samt for det andet at reglerne beskytter selskabsdeltagerne og kreditorerne. Det nævnes begge steder, at selskabsrettens formål har ændret sig i de senere år til i højere omfang også at omfatte medarbejder- og samfundsinteresser mv. Dette skal ses i sammenhæng med den øgede fokus der i de senere år, har været på *corporate governance*.

Da selvfinansieringsforbuddet findes i ASL kapitel 13 om "*Udbyttedeling, reservefonds mv.*", indgår bestemmelsen i det samlede regelsæt, der har til formål at værne om selskabsmidler af hensyn til minoritetsaktionærer og kreditorer, og det er i dette lys bestemmelsen skal fortolkes.

Formålet med ASL § 115, stk. 2 er således at sikre eksisterende kreditorer og minoritetsaktionærer i målselskabet mod en udhuling af selskabets kapital ved overtagelse af det pågældende selskab. Fortolkningen af reglen skal således ses i lyset af, at der er tale om en kreditor- og minoritetsaktionærbeskyttelsesregel.

Selvfinansiering har den følgevirkning, at der sker en de facto kapitalnedsættelse, der såfremt forbuddet i § 115, stk. 2 ikke eksisterede, ville kunne foretages uden iagttagelse af reglerne i ASL om at reduktion af kapitalen kun kan ske gennem udbyttebetaling, kapitalnedsættelse, likvidation og fusion.

Derudover skal bestemmelsen ses som et supplement til forbuddet mod aktionærlån i stk. 1, forstået på den måde, at stk. 2 udvider stk. 1's forbud til også at omfatte potentielle aktionærer.

Det er yderligere fremført, at bestemmelsen, da den første gang blev anbefalet, i høj grad var begrundet i skattemæssige overvejelser.⁸

I engelsk ret gælder en tilsvarende regel, som forbyder "*financial support*" fra et selskab og dets datterselskaber til købere af aktier i disse selskaber.⁹ Bestemmelsen der udelukkende indbefatter *finansiell* støtte tjener to formål: "*On the one hand the prohibition protects creditors from a sudden increase in default risk which may follow a leveraged acquisition. On the other, it protects shareholders who do not accept an offer made to sell their shares to such an acquirer, or those to whom the offer is not made.*"¹⁰

2.3. Hvem må ikke selvfinansiere?

ASL § 115, stk. 2 bestemmer, at "*Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab*". Bestemmelsen forbyder altså målselskabet at yde finansieringssupport. Der kan heri ikke indlægges et krav om, at målselskabets ledelse skal være involveret i transaktionen, men

8 Jf. Nielsen (1965) side 336 f og 341 f.

9 Dames (2003) side 261.

10 Perkins i The Cambridge Law Journal, juli 2003, side 241.

alene at selskabets midler ikke må benyttes til långivning, sikkerhedsstillelse mv. Der er således intet til hinder for, at også køber kan forbyrde sig mod forbuddet. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i en udtalelse vedrørende bestemmelsen anført, at "*Når det skal vurderes om en transaktion er i stnd med Aktieselskabslovens § 115, stk. 2, vejer aktie-erhververs hensigter på erhvervelsetidspunktet tungt.*"¹¹ Dette er selvsagt ganske logisk, da det jo er køber, der har brug for midler til at finansiere sin overtagelse og på et tidspunkt i overtagelsesforløbet får adgang til målselskabets midler, som kan være fristende at anvende i finansieringen jf. nedenfor. Ikke desto mindre har målselskabet - dets aktionærer og ledelse ofte betydelige interesser i at lade sig overtage og dermed også store incitamenter til at bistå køber, således at en favorabel erhvervelsespris kan opnås. Dette understøttes endvidere af, at ledelsen i målselskabet ofte modtager en ikke ubetydelig bonus i forbindelse med en overtagelse, hvilket selvsagt forstærker incitamentet til at sikre, at aktiehandlen går igennem. Der er altså flere interessenter på begge sider af forhandlingsbordet med samme stærke interesse i at finde en løsning, således at selskabets aktier kan overdrages.

ASL § 115, stk. 2 første led forbyder endvidere et selskabs ydelse af lån mv. til finansiering af aktier i dets moderselskab. At moderselskaber er omfattet af bestemmelsen skyldes det forhold, at moderselskabet igennem sit ejerskab af datterselskabet har magt over datterselskabet og derfor kan foranledige, at dette selskab hjælper moderselskabet med at stille midler til rådighed mv. til en erhverver af moderselskabet. På denne måde vil kreditorerne og minoritetsaktionærerne i datterselskabet kunne udsættes for samme risiko for udhuling af selskabets kapital, som tilfældet er, hvis finansieringsbidraget sker til erhvervelse af aktier i selskabet selv. Derimod er der intet til hinder for, at selskabet yder lån eller stiller midler til rådighed til tredjemands erhvervelse af aktier i et selskab, som långiverselskabet ejer aktier i.

2.3.1. Forholdet til aktionærlånsreglen i ASL § 115, stk. 1

Som det fremgår af forarbejderne, jf. ovenfor, supplerer bestemmelsen i § 115, stk. 2 reglerne om aktionærlån herunder især § 115, stk. 1. På denne baggrund skal lånebegrebet efter stk. 1 kort gennemgås. § 115, stk. 1 har følgende ordlyd:

¹¹ Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 2. februar 2001, refereret nedenfor under afsnit 5.1.3.

"Et selskab må ikke yde lån til eller stille sikkerhed for aktionærer, anpartshavere, bestyrelsesmedlemmer eller direktører i selskabet eller et moderselskab til dette. Et selskab må heller ikke yde lån til eller stille sikkerhed for den, der er knyttet til en person, som er omfattet af 1. pkt., ved ægteskab eller ved slægtskab i op eller nedstigende linie, eller som på anden måde står den pågældende særligt nær."

Der er en række undtagelser til dette forbud i aktieselskabsloven, som dog ikke skal behandles nærmere her.

Bestemmelsens ordlyd er umiddelbart meget streng, idet man kan få det indtryk, at alle former for lån, ydet af et selskab til en af de personkredse, der opremses i reglen, er ulovlige. Fokuseres der imidlertid på forarbejderne til bestemmelsen, står det klart, at ikke alle sådanne dispositioner er omfattet. I betænkning 362 (1964) skrives således: *"Forbuddet omfatter kun egentlige lån, derimod ikke skyldforhold som følge af kreditgivning i almindelige forretningsmellemværender."*¹² I den senere betænkning 540 (1969) står således om den foreslåede nye regel i § 115: *"Ligesom udkast 1964 medtager § 115 foruden lån - der ikke omfatter kreditforhold, der er opstået på grundlag af et almindeligt forretningsmellemværende i overensstemmelse med selskabets sædvanlige vilkår - også sikkerhedsstillelse."* I bemærkningerne til lovændringen af aktieselskabsloven i 1982 undtages: *"(...) dispositioner, der er erhvervsmæssigt begrundet og er sædvanlige både for selskabet og inden for branchen i almindelighed."*¹³

Som det fremgår her, er der sket en vis udvikling i kommentarerne til bestemmelsen. De ældre betænkninger sonderer mellem *egentlige lån og kreditgivning i almindelige forretningsmellemværender*, hvorimod den seneste betænkning fra 1982 i stedet for ordet kreditgivning anvender det mere generelle begreb *dispositioner*.

Neville og Werlauff¹⁴ opstiller på baggrund af administrativ praksis seks kumulative betingelser, som en disposition skal overholde for at undgå at blive fanget af § 115, stk. 1:

1. Har selskabet en selvstændig forretningsmæssig interesse i, at der bliver ydet lån eller garanti til det pågældende formål, eller har aktionæren og selskabet en fælles interesse deri?

12 Bet. 362/1964 side 129. Bestemmelsen anbefalede indført i ASL § 45 a-c.

13 FT 1981-82, tillæg A, spalte 2885.

14 Neville & Werlauff i U. 2003B.201 og Werlauff (2006) side 328.

2. Er vilkårene for dispositionen fastsat ud fra almindelige markedsvilkår, og ligger det fast, at dispositionen ikke krænker andre aktionærer eller selskabets kreditorer?
3. Er vilkårene fastsat efter sædvanlige forretningsmæssige principper, og er dispositionen et led i selskabets forretninger?
4. Må dispositionen forventes at indebære klare fordele for selskabet, eller er den nødvendig for at opretholde status quo?
5. Ville selskabet også have foretaget dispositionerne, hvis det ikke havde været under disse aktionærers indflydelse?
6. Tages der fornødent hensyn til selskabets interesser i tilfælde af lånets misligholdelse, herunder en forsvarlig afvikling af selskabets mellemværende med aktionæren, og bliver lånet afviklet på sædvanlig måde, så selskabets risiko ikke forlænges unødvendigt?

Det fremgår af forarbejderne til aktionærlånsforbuddet og de her nævnte betingelser, at bemærkningen om at ASL § 115, stk. 2 skal supplere § 115 stk. 1, ikke skal tillægges den store betydning. Selvom de to bestemmelser begge har til formål at sikre kreditorerne og minoritetsaktionærer mod selskabets kapitalforringende dispositioner, har de to bestemmelser vidt forskelligt sigte, og aktionærlånsbestemmelsens lånebegreb kan ikke anvendes til at fastslå ulovlige lån efter stk. 2. jf. nedenfor under 3.3.1. Derimod aktualiseres forholdet mellem § 115, stk. 1 og stk. 2 i tilfælde, hvor der ydes selvfinansierende aktionær/koncernlån, jf. herom nedenfor under afsnit 5.1.4.

Derudover er det klart, at reglen i § 115, stk. 2 forbyder flere typer transaktioner end tilfældet er efter aktionærlånsbestemmelsen, idet sætningen "stille midler til rådighed" må antages at række længere end ydelse af lån samt sikkerhedsstillelse, jf. nedenfor under afsnit 3.3.

3. De omfattede dispositioner

3.1. Forbud mod at yde lån

Da ASL § 115, stk. 2 omfatter situationer, hvor målselskabet stiller midler til rådighed for en aktiekøber, og da der er blevet argumenteret for, at dette skal omfatte enhver finansieringsmedvirken, synes det næsten irrelevant at diskutere bestemmelsens låneforbud. I denne bog hvor selvfinansieringsforbuddet står centralt, må det dog præciseres, hvorledes begrebet rettelig må forstås. Det faktum, at § 115, stk. 2

udtrykkelig nævner tre forbudsdispositioner *lån*, *sikkerhedsstillelse* og *stille midler til rådighed*, taler for, at de tre begreber er tiltænkt hvert sit indhold.

Om end lån forekommer som et mere juridisk klart begreb end *at stille midler til rådighed*, eksisterer der dog ikke en fast juridisk definition heraf. Begrebsmæssigt er det selvsagt et krav, at det udlånte leveres tilbage - enten efter en nærmere aftalt frist eller på långivers forlangende. Der sondres mellem det formueretlige og det offentlig-retlige lånebegreb, hvoraf det sidstnævnte ikke vil blive behandlet yderligere i nærværende fremstilling, da det relevante begreb i selskabsretten - og privatretten generelt - er det førstnævnte. Lån kan ske til brug eller til eje, hvilket har betydning for om ejendomsretten til det overdragne overgår fra långiver til låntager, samt hvorvidt der gælder et krav om, at det er nøjagtig de samme aktiver, der skal leveres tilbage efter låneforholdets udløb eller alene aktiver af "væsentlig samme beskaffenhed"¹⁵.

Lån til brug omfatter situationer, hvor et formuegode (vederlagsfrit) udlånes fra långiver til låntager i en nærmere aftalt periode. Et sådant lån medfører ikke, at ejendomsretten til det udlånte gode overgår fra långiver til låntager, ligesom udgangspunktet er, at långiver til enhver tid kan kræve det udlånte retur. Vederlagsfrit udlån af goder vil sjældent forekomme i erhvervsmæssige forhold, selvom der som udgangspunkt ikke er noget til hinder for, at f.eks. handlende kan yde hinanden vederlagsfri lån eksempelvis i sammenhæng med en handel. Der vil dog i sådanne tilfælde kunne være tale om en gave.¹⁶ Selvom det sjældent vil ske i praksis, kan pengeeffekter udlånes til brug, eksempelvis kan en beholdning obligationer lånes af et selskab for at blive benyttet til sikkerhedsstillelse for et lån optaget af en aktionær.

Der er ikke tvivl om at lån til eje, herunder reelle pengelån og lån af pengeeffekter, værdipapirer samt andre formuegoder, er omfattet af bestemmelsen. Derimod kan der argumenteres for, at selvfinansieringsforbuddet ikke omfatter lån til brug, da sådanne lån ikke indebærer den samme risiko for målselskabet som lån til eje, hvor ejendomsretten helt overgår.¹⁷ Dette ville, for så vidt angår andre

15 *Ussing* (1946) side 50.

16 Se om afgrænsningen mellem lån og gave *Tamasauskas* (2006) side 42 ff.

17 "Brukslån" er ifølge *Giertsen* ikke omfattet af det norske selvfinansieringsforbud, se herom: *Giertsen* (1996) side 69.

lån end pengelån, være i overensstemmelse med aktionærlånsbestemmelsens lånebegreb. Lån til brug vil dog sagtens kunne stride mod selvfinansieringsforbuddet, eksempelvis hvor et målselskab vederlagsfrit udlåner anlægsaktiver, som køberen kan anvende i sin egen produktion og herigennem spare omkostninger. På denne måde medvirker målselskabet indirekte til købers finansiering af selskabet. Her kan tilføjes, at lån til brug sker vederlagsfrit, hvilket i sig selv gør, at lånet får en gavelignende karakter. Lån til brug bør således være omfattet af bestemmelsen, dog muligvis mere rettelig under sætningen *stille midler til rådighed* jf. nedenfor.

Efter aktionærlånsbestemmelsen i ASL § 115, stk. 1 er dispositioner, der er erhvervsmæssigt begrundet og er sædvanlige både for selskabet og inden for branchen i almindelighed, som ovenfor beskrevet, ikke omfattet af bestemmelsens lånebegreb. De dispositioner, der omfattes af ASL § 115, stk. 1, er i hovedsagen alle typer pengelån samt al lån til eje. Lån til brug er ikke omfattet af bestemmelsen, såfremt lånet er sædvanligt og erhvervsmæssigt begrundet. Almindelige forretningskreditter, der ydes mellem sædvanligt handlende parter, vil således almindeligvis ikke være omfattet af bestemmelsen. Hvad angår selvfinansieringsforbuddet forholder det sig imidlertid anderledes, idet også mindre kreditter ydet af målselskabet til køber i forbindelse med en overdragelse må anses for at kunne komme i konflikt med § 115, stk. 2, hvis denne kredit har indflydelse på aktiekøbers finansiering af målselskabets aktier. Et sådant forhold kan tænkes i situationen, hvor målselskabet sælger visse aktiver til aktiekøberen på kredit uden at sikre sig rettigheder over aktiverne gennem etableringen af et ejendomsforbehold. Aktiekøberen vil i denne situation kunne anvende disse aktiver til at stille sikkerhed for de lån, der optages til finansiering af målselskabets aktier.

Har målselskabet og køberen et eksisterende samhandelsforhold med et dertil knyttet kreditforhold, udelukker aktieerhvervelsen dog ikke, at et sådant forhold til stadighed kan eksistere, såfremt kreditforholdet er sædvanligt og erhvervsmæssigt begrundet, og tydeligvis ikke har sammenhæng med erhvervelsen. Der er selvsagt heller ikke noget til hinder for, at aktiekøber belåner de aktier, han køber, eller at aktierne erhverves fra sælger på kredit, idet sådanne forhold udelukkende vedrører aktiekøber og aktiesælger og altså ikke griber ind i målselskabets aktiver.

Ydelsen af lån forudsætter en aktiv handling fra målselskabet. Et tvivlsspørgsmål, der har været genstand for diskussion, er hvorledes

forpligtelser, hvor målselskabet afstår fra at foretage visse dispositioner, skal håndteres i forhold til ASL § 115, stk. 2. Eksempelvis målselskabets afgivelse af negative pledges, hvorefter selskabet forpligter sig til - overfor eksempelvis købers bank - ikke at give (yderligere) sikkerhed i dets aktiver, udgør en sådan "passiv" forpligtelse. Negative pledges, der behandles nedenfor under afsnit 4, har egentlig en kapitalbevarende karakter, og det er derfor ikke oplagt, at sådanne klausuler er omfattet af forbuddet.

I praksis vil spørgsmålet om der foreligger et lån i strid med selvfinansieringsforbuddet især knytte sig til ydelsen af koncernlån, der jo som udgangspunkt er undtaget efter ASL § 115a stk. 1. Spørgsmålet drejer sig reelt om den tidsmæssige udstrækning af ASL § 115, stk. 2, idet der ikke findes noget entydigt svar på, hvor lang tid efter et moderselskabs overtagelse af et datterselskab, dette datterselskab kan yde et lån til moderselskabet, uden at selskabet herved overtræder ASL § 115, stk. 2. Spørgsmålet behandles nedenfor under afsnit 5.1.4.

3.2. Forbud mod sikkerhedsstillelse

Også målselskabets sikkerhedsstillelse for købers lån hos dennes bank er omfattet af bestemmelsen. Der vil foreligge ulovlig sikkerhedsstillelse i tilfælde, hvor målselskabet giver pant, stiller garanti eller kautionerer for det lån, som køber optager til finansiering af overtagelsen. Udenfor disse klare tilfælde er der visse andre foranstaltninger, der er vanskeligere at fastslå lovmæssigheden af. Herunder hører visse klausuler - eller covenants der i højere eller lavere grad fungerer som en slags sikkerhedsstillelse og i hvert fald i nogen udstrækning binder målselskabet fast. "Negative pledges", hvor målselskabet forpligter sig overfor købers bank til at afholde sig fra at stille (yderligere) pant i selskabets aktiver eller at afhænde disse aktiver indenfor en nærmere fastsat periode, har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i en udtalelse fra 1999 godkendt som faldende udenfor selvfinansieringsforbuddet.¹⁸ Negative pledges anvendes som alternativ til almindelig panteret i tilfælde, hvor långiver ikke kan opnå traditionel sikkerhed i låntagers aktiver, og hvor låntagers stiftelse af ny gæld og sikkerhedsstillelse herfor vil forringe långiverens prioritet.

¹⁸ Der refereres til udtalelsen i *Kjellegaard Jensen (2005)* side 159, se endvidere nedenfor afsnit 5.1.1.

3.3. Forbud mod at stille midler til rådighed

I modsætning til begreberne lån og sikkerhedsstillelse, der er velkendte i dansk ret, er det noget vanskeligere at fastsætte, hvorledes forbuddet mod at "stille midler til rådighed" skal fortolkes.

Med implementeringen af kapitaldirektivet i aktieselskabsloven i 1982, blev det i bemærkningerne nævnt, at forbuddet efter ændringen omfatter *enhver finansiering*, hvilket umiddelbart kunne tolkes som om bestemmelsen tiltænkes som generalklausul, der kan anvendes bredt på transaktioner af tvivlsom karakter. En sådan generalklausul ville således i visse tilfælde kunne hindre eksempelvis udbyttebetaling, kapitalnedsættelse og eventuelt køb af egne aktier fra et målselskab, hvis disse dispositioner havde en vis forbindelse til finansiering af aktier i selskabet.

Disse spørgsmål diskuteres af *Michael Serup*, som peger på at selskaber, der bliver overtaget, altid i en vis udstrækning vil finansiere overtagelsesinvesteringen, da dette jo må være den afgørende bevæggrund for at overtage et andet selskab.¹⁹ Der argumenteres for, at forbuddet skal forstås indskrænkende og altså ikke som en ny generalklausul, da flere forhold taler herimod.

Derudover argumenteres for, at en ordlydsfortolkning af sætningen *stille midler til rådighed* ikke bør udvide bestemmelsens virkeområde i forhold til lån og sikkerhedsstillelse.

Herudover påvises det, at den danske oversættelse af direktivets tekst afviger fra den oversættelse, der er valgt af en lignende sætning i regnskabsdirektivets art. 43, stk. 1, nr. 13. Sætningen "*advances and credits*", "*des advances et des credits*" og "*Vorschüsse und kredite*" er her oversat "*forskud og kreditter*", mens "*advance funds*", "*ne peut avancer des fonds*" samt "*Vorschüsse geben*" i kapitaldirektivet er oversat "*stille midler til rådighed*". Sammenholdes dette med bemærkningerne i lovforslaget til 1982-loven om, at justeringen af § 115, stk. 2 blev iværksat for at tilvejebringe en overensstemmelse med direktivteksten, kan der således opstilles den formodning, at sætningen *stille midler til rådighed* burde have været affattet *yde forskud*, således at bestemmelsen forbyder målselskabet at yde forskud til køber på endnu ikke optjent eller forfaldent vederlag.

Det fremførte synspunkt, om at forarbejdernes formulering er for vidtgående, understøttes i en sag om præjudiciel forelæggelse for

¹⁹ Serup i U.1996B.72.

EF-domstolen af selvfinansieringsforbuddets rækkevidde ved Vestre Landsret.²⁰ Landsretten udtalte:

"Aktieselskabslovens §115, stk. 2, er stort set en ordret gengivelse af artikel 23, stk. 1, i 2. selskabsdirektiv (direktiv 77/91/EØF). Det fremgår endvidere af bemærkningerne til forslag om ændringer i aktieselskabsloven (Folketingstidende 1981/82 (2. samling), tillæg A, spalte 2884), at formuleringen af § 115, stk. 2, blev ændret for at tilvejebringe overensstemmelse med EU-retten.

Selv om der er tale om et minimumsdirektiv, lægger landsretten derfor til grund, at bestemmelsen om forbud mod selvfinansiering i selskabslovene skal læses og fortolkes i overensstemmelse med EU-retten."

Og fortsætter:

"Landsretten kan tiltræde, at der ville være tale om en meget vidtgående fortolkning af forbuddet mod selvfinansiering, hvis dette skulle udstrækkes til at omfatte enhver efterfølgende disposition."

Landsretten udtaler hermed, at det afgørende er, om der i opkøbs- eller salgsojeblikket er ydet lån eller stillet sikkerhed eller midler til rådighed til gennemførelse af handlen. Landsretten afviser en præjudiciel forelæggelse af spørgsmålet for EF-domstolen. I en senere sag fra Højesteret, ligeledes om præjudiciel forelæggelse for EF-domstolen, behandles spørgsmålet om fortolkning af det tilsvarende selvfinansieringsforbud i anpartsselskabsloven.²¹ I denne sag henviser Højesteret til forarbejdernes kommentar om, at bestemmelsens forbud omfatter *enhver finansiering* af køb af aktier og anparter, hvorfor retten ikke kan imødekomme begæringen om præjudiciel forelæggelse. I modsætning til Landsretten lægger Højesteret altså mere vægt på netop bemærkningen om, at ASL § 115, stk. 2 forbyder *enhver finansiering* end på forarbejdernes øvrige bemærkning om, at lovændringen er iværksat for at tilvejebringe overensstemmelse med EU retten.²² Højesteret lægger altså vægt på, at kapitaldirektivet (2. selskabsdirektiv) er et minimumsdirektiv, og at man med de danske regler har valgt at lade forbuddet gå videre i rækkevidde end direktivets art. 23.

²⁰ U.1999.1429 VK.

²¹ U.2000.2003 H. Se i øvrigt kapitel 4. afsnit 3.5 om Procuritas sagen, hvor Højesteret, benytter en anden begrundelse, selvom sagen, med hensyn til selvfinansieringsforbuddet i det væsentlige minder om denne sag.

²² Selvom sagen behandler, den i anpartsselskabsloven tilsvarende bestemmelse, vurderes det samme at være gældende for aktieselskaber. Dette understøttes af de fuldstændig enslydende forarbejder samt den almindelige lovpraksis, hvorefter anpartsselskaber ikke reguleres hårdere end aktieselskaber.

På baggrund af disse to sager, tegner der sig et meget uklart billede af omfanget af selvfinansieringsforbuddets 2. led. Det bør dog her nævnes at Højesteret, ikke siden denne sag, har argumenteret for at selvfinansieringsforbuddet omfatter *enhver finansiering*. Afgørelsen synes dog heller ikke at møde den store sympati i den juridiske litteratur, hvor flere nævner, at bestemmelsens rækkevidde er uklar.²³ Mht. Landsrettens kendelse, bemærker Werlauff: *“Afgørelsen er bemærkelsesværdig, fordi den tilslutter sig en indskrænkende fortolkning af § 115, stk. 2, således at denne bringes i overensstemmelse med de øwige sproglige versioner af direktivet, der alle omhandler “forskud” fra selskabet.”*²⁴

Der gives ikke i litteraturen noget konkret bud på, hvorledes sætningen *stille midler til rådighed* skal fortolkes, hvilket skyldes, at et endegyldigt svar på dette spørgsmål ikke er nemt at give. Det synes forkert at betragte sætningen så indskrænkende, at kun målselskabets forskudsydelse omfattes, og det synes for vidtgående at lade enhver finansieringsmedvirken fra målselskabet være omfattet. For at nå frem til en bedre forståelse af bestemmelsens rækkevidde for så vidt angår formuleringen “stille midler til rådighed”, fokuseres der i det følgende på øvrige sager og andre forhold.

I sagen U. 1997.444 H tog Højesteret stilling til, om bl.a. selvfinansieringsforbuddet var overtrådt i forbindelse med overdragelsen af samtlige aktier i et selskab til en køber.²⁵ Samtidig med salget af aktierne blev der indgået en uopsigelig konsulentaftale mellem aktiesælgeren og målselskabet, som skulle løbe i en periode på fem år fra overdragelsestidspunktet. Aktiesælgeren var berettiget til 4 % af selskabets årlige overskud, dog maksimalt 1.000.000 årligt. Pengene skulle betales i rater af 83.000 kr. månedligt i de fem år. Landsretten havde tidligere fastslået, at konsulenthonoraret ikke modsvarede af en reel modydelse fra aktiesælgerens side, og at konsulenthonoraret udgjorde midler stillet til rådighed af målselskabet i strid med ASL § 115, stk. 2. Højesteret tiltrådte Landsrettens dom, hvorefter aktiesælgeren dømtes at tilbagebetale det modtagne vederlag, jf. ASL § 115, stk. 4.

23 Werlauff (2006) side 286, Kriiger Andersen (2006) side 252, Kjellegaard Jensen (2005), side 161. Sidstnævnte påpeger at de politiske grunde Højesteret har lagt vægt på i sagen er overhalet af muligheden for ekstraordinær udbytteudlodning som indført i 2004.

24 Werlauff (2006), side 286.

25 Sagen U. 1997.444 H, er udover selskabstømmersagerne, den eneste offentliggjorte sag ved de danske domstole, som vedrører ASL § 115, stk. 2.

I forlængelse heraf kan nævnes en voldgiftsafgørelse, hvor voldgiftsretten tog stilling til, hvorvidt en aftale indgået mellem en aktiekøber og et målselskab om at målselskabet skulle afholde samtlige omkostninger ved transaktionen, var i strid med selvfinansieringsforbuddet. Voldgiftsretten afviste at imødekomme et krav fra en investment bank mod målselskabet, idet en opfyldelse af betalingsforpligtelsen ville føre til en handling i strid med selvfinansieringsforbuddet.²⁶

Det må således allerede nu konkluderes, at forbuddet mod at målselskabet stiller midler til rådighed, omfatter ydelse af forskud på selskabets midler samt i øvrigt anden form for overgang af midler fra målselskabet til køber i forbindelse med overdragelsen, og som har karakter af endelige overdragelser og altså ikke lån eller sikkerhedsstillelse.

4. Særligt om covenants

Det er i dag almindelig praksis at anvende *covenants* i stort tal ved selskabsoverdragelser. Covenants er kontraktuelle forpligtelser, der har til formål at varetage indbyrdes interesser i en erhvervsmæssig aftale. Sådanne covenants kan være *affirmative* eller *restrictive*. Førstnævnte pålægger den kontrahent, klausulen er rettet mod, visse handlepligter, hvorimod sidstnævnte i modsætning hertil pålægger en pligt til at undlade at foretage visse handlinger. Der sondres ydermere mellem juridiske og finansielle covenants, hvor førstnævnte mest hyppigt anvendes i virksomhedsoverdragelsesaftaler, hvorimod de finansielle covenants især anvendes mellem låntagere og långivere.²⁷

Især ved selskabsoverdragelser som LBO, hvor visse af de eksterne långivere ikke kan opnå traditionel sikkerhed, og hvor lånene ydes på grundlag af selskabets cash flow, er kontraktuelle bestemmelser, der sikrer disse långivere, af afgørende betydning.

En meget anvendt covenant er den såkaldte negative pledge klausul, som er et løfte fra en låntager til en eller flere långivere om ikke at pantsætte sine aktiver (yderligere), afhænde disse eller stille anden

26 Afgørelsen er refereret i *Egholm Hansen & Lundgren* (2005), side 187.

27 I forbindelse med LBO's anvender visse långivere også juridiske covenants, men danske långivere har især tidligere været tilbageholdende hermed fordi de pågældende bringes tæt på målselskabets daglige drift jf. *Egholm Hansen & Lundgren* (2005), side 539.

sikkerhed for sine forpligtelser til fordel for tredjemand uden långiverens samtykke.²⁸

Ved LBO, hvor den eksterne lånefinansiering ikke kan opnå sikkerhed i målselskabet, fordi dette ville være i strid med ASL § 115, stk. 2, stiller långiver normalt det krav, at målselskabet ikke må optage yderligere lån eller stille pant eller anden sikkerhed til tredjemand. Derved sikrer de finansierende långivere sig, at deres kommende prioritetsstilling i målselskabet ikke forrykkes inden debt pushdown bevægelserne iværksættes. Ved at anvende negative pledges kan man således holde målselskabet fast, allerede fra lånet til erhvervelsen optages, og det vil ofte være långivernes krav, at der indføres sådanne negative pledges i finansieringsaftalen. Men er dette lovligt eller falder negative pledges ind under begrebet *sikkerhedsstillelse* eller *at stille midler til rådighed*?

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i en sag om udbytteudlodningers lovmæssighed i forhold til ASL § 115, stk. 2 taget stilling til to imellem parterne aftalte klausuler.²⁹ Herunder en negativ pledge klausul som medførte, at målselskabet med enkelte undtagelser ikke kunne pantsætte eller sælge aktiver uden bankens samtykke. Styrelsen udtalte, at finansieringskonstruktionen, herunder den førnævnte negative pledgeklausul, ikke udgjorde en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, såfremt klausulen ikke begrænsede målselskabets handlefrihed i en grad, som kan medføre tab for selskabet og dets kreditorer. Det er altså kun såfremt negative pledges begrænser et selskabs handlefrihed i et væsentligt omfang, at disse medfører ulovlig selvfinansiering. Det er bemærkelsesværdigt, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen tillader, at et målselskab afgiver en sådan erklæring. Umiddelbart synes målselskabet hermed at stille midler til rådighed *inden* overtagelsen.

Forklaringen på styrelsens praksis må findes i det forhold, at forpligtelsen er negativ hvilket indebærer, at selskabet afstår fra at foretage handlinger, der kan skade kreditorerne og de eksisterende aktionærer i selskabet. Modargumentet er som fremført den faktiske virkning af erklæringen, idet selskabets midler i realiteten bindes til selskabet i den periode, hvor køber og dennes långiver tilrettelægger finansieringen af overtagelsen.

28 Se om negative pledge covenants; *Tamasauskas* (2006) side 423 ff., der dog undlader at behandle spørgsmålet om anvendelse af covenants ved takeovers og samme: The Negative Pledge Clause i *Lynge Andersen* (red) (2004) side 147 ff. i

29 Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 11. juni 1999.

Negative pledge erklæringen afhjælper købers og dennes financiers risiko for, at der i selskabet bliver foretaget uhensigtsmæssige dispositioner inden overtagelsen finder sted (ved closing af overdragelsesaftalen). Sådanne erklæringer og klausuler forefindes næsten altid i selskabsoverdragelsesaftaler, fordi erklæringerne er en måde at sikre, at køber kan forvente at overtage et selskab, som svarer til det billede køberen har fået af selskabet.³⁰ Negative pledges medfører i en vis udstrækning, at målselskabet afhjælper købers finansiering, men da ASL § 115, stk. 2 har til formål at sikre kreditorerne og minoritetsaktionærerne og ikke at forhindre at målselskabet undlader at foretage dispositioner, der kan skade køber, synes Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis at være rigtig. Til støtte for dette synspunkt kan det nævnes, at selvfinansieringsforbuddet heller ikke stiller hindringer i vejen for, at målselskabet eksempelvis lader køber få indsigt i selskabets forhold f.eks. ved en due diligence undersøgelse.

I samme sag behandledes spørgsmålet om anvendelse af en cross-default klausul mellem banken, det købende holdingselskab og målselskabet. En cross-default-klausul bestemmer, at en lånefinansiering til flere koncernbundne selskaber samlet forfalder øjeblikkeligt eller til en indenfor en frist nærmere bestemt dato, såfremt en eller flere af parterne misligholder sine låneforpligtelser. Hvis en af parterne således misligholder sin forpligtelse, vil banken kunne opsige sit engagement med begge parter.

I sagen skulle holdingselskabet og målselskabet, som betingelse for at opnå lån hos den finansierende bank, indgå en sådan cross-default klausul. I denne forbindelse udtalte styrelsen, at en sådan klausul gerne måtte anvendes indenfor lovens rammer, såfremt det ikke bevirkede, at målselskabet blev påført yderligere risiko ud over, hvad der var rimeligt i forbindelse med den nye kreditfacilitet.

Styrelsen udtalte endvidere om begge klausuler, at banken ikke måtte kunne anvende målselskabets indgåelse af klausulerne til at presse selskabet til direkte eller indirekte at påtage sig at indfri holdingselskabets forpligtelser.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis respekterer således erhvervslivets almindelige behov for at foretage dispositioner, som er egnet til at gøre en aktietransaktion mindre finansielt byrdefuld for køber.

30 Eksempelvis ved en due diligence undersøgelse af målselskabet.

5. Forholdet til den øvrige selskabsret

1982-lovændringen af aktieselskabsloven nævnte, at selvfinansieringsforbuddet omfatter *enhver finansiering*. Af åbenlyse grunde er denne sætning kun blevet tillagt beskeden vægt ved domstolene såvel som i administrativ praksis.³¹ Selvfinansieringsforbuddet ville være enormt vidtgående, såfremt bestemmelsen afskar en erhverver af et selskab fra at lade det pågældende selskab udbetale udbytte eller i øvrigt foretage kapitaldispositioner såsom at foretage kapitalnedsættelse eller opkøbe egne aktier i det hele taget eller i en periode efter overtagelsen. Derudover opstår et tidsmæssigt problem. Hvor længe efter en overtagelse skal køber afholde sig fra at omstrukturere selskabets kapital mv.?

I det følgende skal bestemmelsens afgrænsning overfor aktieselskabslovens regler om udbytteudlodning, kapitalnedsættelse, egne aktier, fusion og koncernlån behandles.

Tidligere argumenteredes for en udvidet fortolkning af selvfinansieringsforbuddet jf. eksempelvis *Hørlyck* (1985), der skriver: "*Det er en selvfølge, at forbuddet også omfatter efterfølgende finansiering, f.eks. det forhold, at selskabet efter handelens gennemførelse indfrier lån, som køberne har optaget.*"³²

I dag er der bred enighed om, at de specifikke regler i vid udstrækning har forrang for selvfinansieringsforbuddet.³³ Denne argumentation synes rigtig, idet forbuddet således er mindre bebyrdende overfor transaktioner, der er en naturlig del af et samfund med et velfungerende kapitalmarked. En indskrænkende fortolkning af selvfinansieringsforbuddet skaber mulighed for såkaldt efterfinansiering.

5.1. Forudgående slankning og efterfinansiering

5.1.1. Særligt om udbytte og kapitalnedsættelse mv.

Når en juridisk eller fysisk person erhverver aktier i et selskab, vil formålet med investeringen som alt overvejende hovedregel være at opnå et afkast af investeringen. Dette afkast sker for equity fonde som regel ved, at der skabes merværdi ved at geninvestere tidligere års overskud, således at selskabet kan sælges/børsnoteres til en højere

31 Jf. dog sagen U.2000.2003 H, afsnit 3.3.

32 *Hørlyck* (1985), side 97 f.

33 Se *Schans Christensen* (2003), side 336, *Krüger Andersen* (2006), side 253, *Werlauff* (2006), 289 ff. samt *Werlauff i U.2006B.365 m.fl.*

pris, end den fonden betalte for selskabet. Der er herudover også den mulighed at lade selskabet udlodde udbytte af de oparbejdede midler i selskabet.

Udbytte kan dog også benyttes som en hjælpeforanstaltning ved en selskabsovertagelse ved enten at lade målselskabet udbetale udbytte inden overtagelsen, således at købesummen reduceres eller ved at lade målselskabet udbetale udbytte efter overtagelsen, således at det udloddede udbytte kan tilbagebetale de lån, der er optaget for at finansiere overtagelsen.

Uanset om der vælges at betale udbytte inden eller efter overtagelsen, skal reglerne i ASL §§ 109, 109a og 110 iagttages.

Den almindelige udbytteregel findes i ASL § 109, hvorefter udbytte som udgangspunkt skal udloddes på grundlag af den senest reviderede og godkendte årsrapport. Det fremgår herefter af § 110, stk. 1, hvad der kan indregnes som fri egenkapital, og som dermed kan udloddes. Beslutningen om udbetaling af udbytte for et givent regnskabsår skal træffes på den ordinære generalforsamling jf. §§ 69, stk. 2, 109 og 112.

Pr. 1. juli 2004 trådte bestemmelsen i ASL § 109a om ekstraordinært udbytte i kraft.³⁴ Der blev med denne bestemmelse, samt med indførelsen af et nyt nr. 2 i § 109, åbnet op for udlodning af udbytte, der ikke sker på grundlag af den senest reviderede og godkendte årsrapport, som betingelsen er efter den almindelige udbyttebestemmelse i § 109, nr. 1. Der gælder dog det krav efter ASL § 109a, at generalforsamlingen med simpelt stemmeflertal skal have bemyndiget bestyrelsen til at foretage ekstraordinært udbytte. Herudover følger en række andre krav af bestemmelsen, blandt andet at der skal udarbejdes en mellembalance, der viser, at der er tilstrækkelige midler til at udlodde ekstraordinært udbytte. De øvrige krav vil ikke blive behandlet yderligere her.³⁵ Ifølge ASL § 110, stk. 2 kan ekstraordinært udbytte tages ud af det beløb, som i selskabets seneste godkendte årsrapport er opført som summen af overført overskud og andre frie reserver med fradrag af overført underskud. Derudover kan overskud optjent i det indeværende regnskabsår frem til mellembalancen - forudsat at dette ikke er forbrugt, uddelt eller bundet - ligeledes udloddes. Generelt skal

34 Ved lov nr. 226 af 31. marts 2004. Bestemmelsen er ikke direktivbestemt, men kapitaldirektivet opstiller derimod i art. 15, stk. 2 nogle minimumskrav til lovgivning, der skal gælde i medlemslande som tillader aconto- eller ekstraordinært udbytte.

35 For en mere dybdegående analyse af ASL § 109a henvises til *Kjellegaard Jensen* i R&R 2004 nr. 3, side 44 ff.

ordinære og ekstraordinære udbyttebetalinger dog holde sig indenfor det forsvarlige af hensyn til selskabets og i moderselskaber koncernens økonomiske stilling jf. § 110, stk. 3.

Økonomi- og Erhvervsministeriet har som en del af begrundelsen for at give adgang til ekstraordinære udbytteudlodninger fremhævet, at adgangen til ekstraordinært udbytte vil gøre det lettere at finansiere aktieerhvervelser i selskaber med [betydelige] frie reserver, idet disse frie reserver (hurtigere) kan udloddes til aktiesælgerne.³⁶ Med denne klare argumentation kan der således ikke herske tvivl om at udbytteudlodning, der finder sted *inden* en overdragelse, aldrig vil være i strid med § 115, stk. 2.

Det samme må antages at gælde for så vidt angår ordinært udbytte på baggrund af kapitalnedsættelse, såfremt reglerne herom specielt reglerne i aktieselskabslovens kapitel 7 og ASL §§ 54, stk. 3 og 110 i øvrigt er overholdt.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har modtaget et større antal forespørgsler fra selskaber, der har været i tvivl med hensyn til, hvorledes et selskab kan udlodde udbytte *efter* dets overtagelse.

Der er i den juridiske litteratur bred enighed om, at køber umiddelbart efter at denne har overtaget kontrollen med målselskabet, kan lade dette udbytte udbetale efter de gældende regler. Også selv om dette sker til tilbagebetaling på de lån, køber måtte have optaget til at finansiere overtagelsen.³⁷ Denne opfattelse bestyrkes af en række udtalelser fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

I en sag fra 1999 tog styrelsen stilling til en foreslået finansiering af en aktiemajoritetsovertagelse. Et holdingselskab ønskede at købe den resterende aktiekapital i et selskab, således at holdingselskabet herefter ville eje samtlige aktier i målselskabet. Prisen for halvdelen af målselskabets aktiekapital udgjorde 150.000.000 kr., hvoraf 90.000.000 skulle lånes i Den Danske Bank A/S.

³⁶ Lovforslag 125, 2004.

³⁷ *Schans Christensen* (2003) side 336., *Friis Hansen Krenchel* (2000) side 209, *Krøger Andersen* (2006) side 253, *Kjellegaard Jensen* (2005) side 165 samt *Werlauff* (2006) side 290, U.2001B.381 og U.2006B.365. I sidstnævnte kritiserer *Werlauff* resultatet i Digidan dommen, TfS 2004.623 0. Landsretten kritiseres for at betragte udbytteudlodninger, fra et målselskab til dettes køber der sker samtidig med at køber erlægger købesummen, som ulovlig selvfinansiering. Det pointeres endvidere at tidselementet ikke er afgørende for vurderingen af om der foreligger lovlig eller ulovlig selvfinansiering men derimod om målselskabets udlodning sker under iagttagelse af selskabslovens kapitalbeskyttelsesregler (udbytte, kapitalnedsættelse mv.). Se herom endvidere *Werlauff* i TfS 2004.694.

Til afvikling af dette lån var det foreslået, at de frie reserver på ca. 64.000.000 samt overskuddet i indeværende regnskabsår på ca. 30.000.000 skulle danne grundlag for en udbyttebetaling efter overtagelsen på 50.000.000 kr. Den resterende del af lånet skulle kunne indfries i løbet af nogle år ligeledes gennem udbytte på grundlag af oppebåret overskud.

Styrelsen udtalte, at såfremt følgende krav overholdtes, ville den foreslåede finansiering ikke stride mod § 115, stk. 2:

1. Målselskabet eller dets datterselskaber må ikke yde lån, hvor midlerne direkte eller indirekte anvendes til at finansiere holdingselskabets erhvervelse af aktier i selskabet.
2. Banken eller andre, som finansierer overtagelsen, kan ikke få sikkerhed for lån til holdingselskabet i aktiver tilhørende målselskabet eller dets datterselskaber.
3. Målselskabet eller dets datterselskaber må heller ikke direkte eller indirekte hæfte for holdingselskabets forpligtelser overfor banken eller andre, som medvirker til finansiering af overtagelsen.
4. Målselskabets handlefrihed må ikke begrænses i et for selskabet skadeligt omfang.
5. Målselskabet må ikke garantere fremtidige udbyttebetalinger.
6. Ved udbyttebetalinger fra målselskabet til holdingselskabet skal aktieselskabslovens almindelige bestemmelser overholdes. Herunder skal det særligt påses, at udbyttet ikke overstiger, hvad der er forsvarligt for målselskabet jf. aktieselskabslovens § 110, stk. 2 og § 112. Det skal i denne forbindelse særligt bemærkes, at bestyrelsen i målselskabet har et selvstændigt ansvar for, at uddelingen af udbytte ikke overstiger, hvad der er forsvarligt.
7. Bestyrelsen i målselskabet skal påse, at kapitalberedskabet i selskabet til enhver tid er forsvarligt jf. aktieselskabslovens § 54, stk. 3.

Ud over disse krav nævner styrelsen, at også holdingselskabet har et ansvar efter ASL § 54, stk. 3, og at bestyrelsen i dette selskab er ansvarlig for at udarbejde alternative planer i tilfælde af, at målselskabet alligevel ikke bliver i stand til at udbetale det forventede udbytte i de kommende år til afvikling af lånet hos Den Danske Bank A/S.

I en lignende sag fra 2001 ønskede et holdingselskab at købe den samlede aktiekapital i et børsnoteret dansk selskab til en pris på 600

mio. kr. Dette beløb overskred, hvad holdingselskabet selv rådede over i egen- og fremmedkapital, og holdingselskabet ønskede derfor at trække udbytte ud af målselskabet, således at disse midler kunne anvendes til at betale af på de lån, som holdingselskabet måtte optage. Den tiltænkte konstruktion blev således forelagt styrelsen til vurdering, idet man ønskede at sikre sig i forhold til ASL § 115, stk. 2. Målselskabet havde en høj soliditetsgrad på 75 % og lå inde med betydelige kontantreserver samt uudnyttede kreditfaciliteter. Styrelsen tilkendegav, at en udbytteudlodning i størrelsesordenen 180-190 mio. kr. samt en opretholdelse af en soliditet i målselskabet på 25 % efter overtagelsen ikke var i strid med ASL § 115, stk. 2. Dog opstillede styrelsen, ligesom i den ovenfor refererede sag, nogle krav i punktform, som ligeledes skulle overholdes. Disse krav var i det væsentlige tilsvarende de ovenfor opstillede krav til dispositionerne.³⁸ En tredje tilsvarende sag opremser i det væsentlige samme betingelser.³⁹

Alle styrelsens sager angående spørgsmålet om udbytteudlodning i forhold til § 115, stk. 2 nævner reelt ikke noget, der ikke allerede er gældende efter aktieselskabsloven.⁴⁰ Udtalelserne understreger således det i litteraturen fremførte argument om, at udbytteudlodning ikke bliver ulovligt af, at det sker i forbindelse med en takeover.

De nævnte sager er alle fra før indførelsen af § 109a i aktieselskabsloven. Der var således ikke adgang til at udlodde ekstraordinært udbytte efter en overtagelse, og praksis var derfor noget mere besværlig, end tilfældet er i dag. Den tidligere - lovlige - praksis indebar en ændring af målselskabets regnskabsår umiddelbart efter selskabets overtagelse, således at en generalforsamling kunne afholdes og udbytte udloddes på baggrund af en netop udarbejdet årsrapport. Ved selskabsovertagelser, som eksempelvis købene af ISS og TDC, benyttes ekstraordinære udbytteudlodninger til at efterfinansiere aktieerhvervelserne, jf. kapitel 4, afsnit 4. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har også bekræftet i en udtalelse fra 2004, at ekstraordinære udbytteudlodninger, som led i en virksomhedsovertagelse, ikke vil være i strid med ASL § 115, stk. 2, såfremt de øvrige betingelser styrelsen har opsat i øvrigt overholdes.⁴¹

38 Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 22. maj 2001.

39 Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 11. juni 1999.

40 På nær det forhold at der er åbnet op for ekstraordinær udbytteudlodning fra 1. juli 2004.

41 Jf. *Kjellegaard Jensen* (2005), side 165.

I 2000 tog Erhvervs- og Selskabsstyrelsen stilling til en sag, hvor et holdingselskab ønskede at erhverve et selskab.⁴² Konstruktionen var tilrettelagt som en traditionel LBO, hvor målselskabet umiddelbart efter erhvervelsen skulle frasælge nogle ejendomme, hvormed der ville blive realiseret en betydelig gevinst i forhold til den bogførte værdi. Disse midler skulle herefter udloddes som udbytte til servicering af købers lån. Den finansierende bank opstillede visse betingelser for sin medvirken. Udover en generel betingelse om at koncernen skulle anvende banken som fast bankforbindelse i fremtiden, opstilledes følgende kumulative krav:

1. Banken skulle have løbende transport på realkreditbelåning af ejendomsporteføljen i målselskabet.
2. Indestående på en deponeringskonto tiltransporteres/pantsættes til banken løbende i forbindelse med realisation af målselskabets ejendomme.
3. Provenuet fra salg af ejendomme anvendes til nedbringelse af finansieringen i banken, eller dette provenu kan indestå på en forrentet sikringskonto i banken.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har tilkendegivet, at der som udgangspunkt ikke er noget ulovligt ved at efterfinansiere gennem udbytte. I denne konkrete sag opfattede styrelsen derimod konstruktionen således, at målselskabet skulle stille sikkerhed og midler til rådighed for banken, hvorfor styrelsen erklærede konstruktionen i strid med ASL § 115, stk. 2.⁴³

Styrelsen understregede, at det er uden betydning, om långivningen og målselskabets sikkerhedsstillelse først finder sted *efter* erhvervelsen. Det afgørende er, at der er sammenhæng mellem målselskabets nedbringelse af gældende i banken, sikkerhedsstillelsen samt finansieringen af erhvervelsen.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i en sag om kapitalnedsættelse godkendt en aktieerhvervelse med efterfølgende finansiering ved gennemførelsen af en kapitalnedsættelse og efterfølgende udbytteudlodning i målselskabet.⁴⁴

⁴² Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 9. maj 2000.

⁴³ Afgørelsen er omtalt af *Braad og Nielsen*, NTS 2001 nr. 4 side 455 ff.

⁴⁴ Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 28. marts 2000, sagen er omtalt af *Braad og Nielsen*, NTS 2001 nr. 4 side 455 ff.

Et Holdingselskab aftalte sammen med målselskabet, at selskabets B-aktier skulle sælges. Holdingselskabet skulle erhverve hovedparten af disse aktier, hvorimod resten skulle erhverves af en bank. Bankens købstilbud var betinget af, at målselskabet på den næstkommende ordinære generalforsamling skulle vedtage at købe aktier tilbage fra banken til den samme pris, som banken havde givet. Dette skulle ske som led i en kapitalnedsættelse. Nedsættelsesbeløbet svarede til de beløb, banken skulle modtage for købet af aktierne med tillæg af nogle egne aktier.

Denne konstruktion godkendte Erhvervs- og Selskabsstyrelsen som lovlig i forhold til ASL § 115, stk. 2 på betingelse af, at de syv ovenfor beskrevne kumulative krav overholdtes.

Styrelsen nævner at den betingede aftale, hvorefter banken krævede, at målselskabet tilkendegav at ville købe de af banken købte aktier tilbage, udelukkende måtte være en aftale mellem aktiesælgerne og banken. Målselskabet må altså ikke give en sådan garanti, før der er sket kapitalnedsættelse.

5.1.2. Særligt om egne aktier

Ved en aktiemaj oritetsoverdragelse ville målselskabets samtidige køb af egne aktier - såfremt der var fri adgang hertil - kunne gøre finansieringen af overtagelsen væsentligt mindre byrdefuld for køber - i visse tilfælde på bekostning af målselskabets kreditorer.

Samspillet mellem reglerne om egne aktier og ASL § 115, stk. 2 er noget mindre klar, end tilfældet er ved udbyttebetalinger og kapitalnedsættelse.

En medfinansieringshjælp fra et selskab der overtages, kan eksempelvis forekomme i tilfælde, hvor målselskabet køber egne aktier tilbage fra en aktiekøber, som således kan benytte de midler, målselskabet betaler til at afdrage på et lån, som køber har optaget til finansiering af aktierne. Det virker ikke umiddelbart som om en sådan foranstaltning indebærer en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, da et selskab jo har fri adgang til at købe op til 10 % af de udestående aktier tilbage, ligesom aktionærens forbrug af disse midler som udgangspunkt er deres egen sag.

Men et selskabs opkøb af egne aktier umiddelbart efter en overtagelse af selskabets aktier bevirker jo, at selskabet reelt yder "support" til finansiering af aktierne i selskabet.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis vedrørende denne problematik er sparsom, ligesom spørgsmålet ikke behandles i videre omfang i den juridiske litteratur.⁴⁵

Sidestilles problematikken med praksis vedrørende udbytte, kapitalnedsættelse og om fusion, må det gælde, at målselskabets opkøb af egne aktier til støtte for købers finansiering kan accepteres som lovlig, såfremt de specifikke regler i ASL kapitel 8 i øvrigt overholdes. Hvis dette skal være tilfældet, vil det selvfølgelig være et krav, at målselskabet udelukkende anvender dets frie reserver til dette opkøb samt overholder 10 %-grænsen i ASL § 48, stk. 1.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i en vejledende udtalelse fra september 2004 taget stilling til en situation, hvor en aktionærgruppe ville udnytte en forkøbsret til nogle aktier, der blev sat til salg af andre aktionærer i selskabet.⁴⁶ Visse af de købende aktionærer havde optaget banklån for at finansiere aktiekøbet. Nogle af de aktier, den købende aktionærkreds erhvervede, var det meningen, at selskabet skulle tilbagekøbe til markedskurs med bemyndigelse efter ASL § 48, stk. 2, således at disse aktionærers banklån samtidig kunne indfries. Der forelå ikke oplysninger om, hvorvidt de långivende banker havde krævet, at selskabet skulle tilbagekøbe nogle af de netop omsatte aktier, men bestyrelsen i selskabet havde overvejet at benytte selskabets beholdning af egne aktier til finansiering af køb af andre virksomheder til selskabet.

Styrelsen fandt ikke, at konstruktionen var i strid med ASL § 115, stk. 2 og præciserede herefter, at den finansierende bank ikke må have panterrettigheder på de aktier, der sælges til målselskabet, da dette indebærer ulovlig sikkerhedsstillelse i strid med ASL § 115, stk. 2.

Der synes ikke at være noget til hinder for, at en aktiekøber ved optagelsen af et lån samtidig afgiver et løfte til den långivende bank, om at indkalde til ekstraordinær generalforsamling umiddelbart efter overtagelsen af aktiemajoriteten i selskabet, og her foranledige at målselskabet tilbagekøber aktier fra køber, således at denne kan benytte disse midler til at afdrage på banklånet. Dette forudsætter selvsagt, at målselskabet ikke forpligtes ved aftalen og rammes af sanktioner i tilfælde af, at selskabet alligevel ikke køber aktierne tilbage.

45 Jf. dog *Kjellegaard Jensen* (2005) side 173 f. og kort *Gomard* (2006) side 230.

46 Refereret i *Kjellegaard Jensen* (2005) side 173 f.

5.1.3. Særligt om fusion

Som alternativ til den traditionelle selskabsovertagelse eller buyout, kan man vælge at lade det erhvervende selskab fusionere med målselskabet. Ved en fusion forstås efter ASL § 134 enten, at de fusionerende selskaber smeltes sammen til en ny enhed (egentlig fusion), eller at et eller flere selskaber opløses ved at overdrage disses aktiver og passiver til et andet selskab (uegentlig fusion). Reglerne om fusion findes primært i ASL kapitel 15 og skal ikke gennemgås nærmere i nærværende fremstilling.

Fusioner, som i øvrigt er relativt sjældent brugt ved virksomhedsoverdragelser i Danmark, udgør en særlig problemstilling i relation til ASL § 115, stk. 2.⁴⁷ Som eksempel på at en fusion kan være tvivlsom i forhold til ASL § 115, stk. 2, kan nævnes den situation, at det fortsættende selskab har lånt penge af eksempelvis en bank til at erhverve aktier i det ophørende selskab, og igennem fusionen bliver i stand til at råde over den nu samlede aktivmasse i de fusionerede selskaber, således at aktionæren kan benytte disse midler til at indfri (dele af) banklånet.

En afgørelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen illustrerer situationen:⁴⁸ Et tysk selskab ønskede at erhverve aktierne i et dansk aktieselskab for 950 mio. kr. For at tilvejebringe pengene skulle stiftes et holdingselskab (single purpose vehicle) i Danmark med en aktiekapital på 500.000 kr. Dette selskab skulle herefter låne de 950 mio. kr. til betaling for aktierne, hvorefter dette holdingselskab skulle fusionere med det danske målselskab - med målselskabet som det fortsættende selskab.

Konstruktionen, som er mere udførligt beskrevet i den kommenterede aktieselskabslov, indebærer en nedskrivning af målselskabets goodwill samt en kraftig gearing af målselskabet.⁴⁹ Det var endvidere aftalt, at anskaffelsesprisen på 950 mio. kr. skulle lånes som ansvarlig lånekapital, og at afbetaling herpå udelukkende kunne ske med beløb, der vil kunne udloddes til aktionæren som udbytte. Det var således de midler der befandt sig i datterselskabet, der skulle benyttes til at afbetale på det lån, som moderselskabet havde optaget til erhvervelse af aktierne i målselskabet inden fusionen.

⁴⁷ Egholm Hansen og Lundgren (2005), side 81.

⁴⁸ Refereret i Ida Rosenberg m.fl. (1999).

⁴⁹ Ida Rosenberg m.fl. (1999).

Som begrundelse for at fusionen ikke ville være i strid med ASL § 115, stk. 2 og dermed, at fusionen ville kunne registreres fremførtes følgende:

1. At man ved konstruktionen sikrer, at aktiekapitalen i målselskabet til stadighed er intakt og ikke udhules til skade for eksisterende og kommende kreditorer i relation til den ansvarlige lånekapital, samt at der tilbydes fuld tilbagetrædelsesmulighed over for alle nuværende kreditorer. Disse tilbagetrædelsesbetingelser vil endvidere fremgå af kommende årsregnskaber for det fortsættende selskab.
2. At det reelt er aktionæren, der bringer et offer i forbindelse med det ansvarlige låns tilbagebetaling, idet aktionæren må afstå fra udbytte.
3. At aktieselskabslovens kapitel 15 vedrørende fusioner giver selskabets kreditorer og aktionærer den af lovgivningen påtænkte beskyttelse. Derfor vil § 115, stk. 2 ikke skulle finde anvendelse på fusioner.

Styrelsen henviste til den seneste lovændring af § 115, stk. 2 fra 9. juni 1982, hvorved sætningen "stille midler til rådighed" tilføjes i forbindelse med implementeringen af kapitaldirektivets art. 23, stk. 1. Der henvistes endvidere til bemærkningerne til ændringsforslaget, hvor der står: *"I den foreslåede form omfatter bestemmelsens forbud enhver finansiering af køb af aktier eller anpartar"* Med denne formulering fandt Erhvervs- og Selskabsstyrelsen ikke aktieselskabslovens fusionsregler for udtømmende i forhold til ASL § 115, stk. 2. Der er efter styrelsens opfattelse ingen hindring i at anvende § 115, stk. 2 på fusioner selvom fusionsreglerne i ASL kap. 15 i øvrigt måtte være overholdt. Med en begrundelse om at målselskabet stiller midler til rådighed i forbindelse med erhvervelsen af aktier i selskabet, nægter Erhvervs- og Selskabsstyrelsen at godkende transaktionen.

I en nyere sag fra 2001 tog Erhvervs- og Selskabsstyrelsen ligeledes stilling til spørgsmålet om, hvorvidt ASL § 115, stk. 2 kan have forrang for fusionsreglerne i ASL kap. 15:⁵⁰

Ejerne af et aktieselskab A ville etablere et holdingselskab H, hvis eneste formål var at besidde alle aktierne i selskabet. Holdingselskabet blev etableret med en aktiekapital på 40 mio. kr. og en egenkapital på

50 Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 2. februar 2001.

50 mio. kr. Ud over disse midler blev opkøbet af selskabets aktier for 192,6 mio. kr. finansieret af en bank. Efter at skattemyndighederne havde afslået at sambeskatte selskaberne, besluttedes det at forsøge at få selskaberne fusioneret med aktieselskabet A som det fortsættende selskab. A havde ifølge den seneste årsrapport frie midler på lidt over 73 mio. kr. med en samlet egenkapital på ca. 102 mio. kr., og en maksimal udbytteudlodning kunne således udelukkende indfri omtrent halvdelen af den eksterne finansiering. Derudover problematiseredes situationen ved, at kun en lille del af reserverne udgjordes af likvider, hvilket begrænsede udbyttemulighederne yderligere.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fandt, at en fusion ville være i strid med § 115, stk. 2, fordi en sådan fusion ville forøge A's gæld med 142 mio. kr. (192,6 mio. fremmedfinansiering - 50 mio. kr. egenkapitalindskud). Begrundelsen for at tillægge § 115, stk. 2 forrang i forhold til fusionsreglerne var konstruktionens kapitalforringende konsekvenser.

I bedømmelsen blev det tillagt betydning, om fusionen på forhånd var planlagt, hvilket det erhvervende tyske selskab forsøgte at modbevise, idet man henviste til ansøgningen om sambeskatning, som skattemyndighederne afviste. Selvom det erhvervende selskab forsøgte at få fusionen til at ligne en alternativ foranstaltning sat i værk som følge af skattemyndighedernes afslag, talte to forhold for, at fusionen allerede var planlagt inden ansøgningen om sambeskatning blev iværksat. For det første kunne midlerne til finansieringen i det væsentlige kun komme fra det selskab, der havde en overskudsgivende aktivitet nemlig målselskabet. For det andet ville fusionen blive foretaget på det tidspunkt, hvor overtagelsen fandt sted. Styrelsen fandt på denne baggrund, at der var så stor sammenhæng mellem erhvervelsen af aktierne, finansieringen af disse og fusionen, at den samlede konstruktion måtte anses for stridende med ASL § 115, stk. 2.⁵¹

Det kan synes mærkværdigt, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen mener, at udbytteudlodning, der er planlagt inden en overtagelse, og som ligeledes skærer en del af målselskabets reserver bort, ikke er i strid med ASL § 115, stk. 2, når en fusion falder indenfor bestemmelsens virkefelt.

Styrelsen udtaler i denne forbindelse, at der gælder en bedre varetagelse af kreditorerne efter udbytte- og kapitalnedsættelsesreglerne, end det er tilfældet med fusionsreglerne.

51 Jf. Braad & Nielsen, NTS 2001 nr. 4 side 455 ff.

I forbindelse med ovennævnte administrative afgørelse udtaler styrelsen, at hvor en fusion vil gøre målselskabet ca. 142 mio. kr. fattigere, vil maksimal udbytteudlodning kunne skære ca. 73 mio. kr. af selskabets egenkapital. Hertil kommer, at det sjældent vil kunne lade sig gøre at udlodde samtlige frie reserver, idet nogle af disse ofte vil være bundet i andet end likvider, som kan udloddes direkte. Herudover nævner styrelsen, at kreditorerne ofte er klar over, at de frie reserver kan blive genstand for udbyttebetaling og dermed kender risikoen for, at disse midler udloddes på tidspunktet, hvor de yder kredit i modsætning til en fusion, hvor kreditorerne først bliver klar over risikoen, når fusionsplanen bliver fremlagt, hvilket ofte er efter, der er ydet lån.

Også kapitalnedsættelse er begrænset til egenkapitalen minus minimumskapitalen og eventuelle opskrivningshenlæggelser. I ovennævnte eksempel vil en maksimal kapitalnedsættelse kunne udgøre 101,5 mio. kr., hvilket er noget mindre end fusionens 142,6 mio. kr. Hertil kommer, at kapitalnedsættelser ligesom udbytteudbetalinger er afhængig af, at selskabets egenkapital er velegnet til en nedsættelse, altså eksempelvis udgøres af likvider. Herudover gælder de almindelige regler om udstedelse af proklama mv., samt at kreditorerne har mulighed for at anmelde deres krav, inden nedsættelsen af kapitalen kan finde sted jf. om kapitalnedsættelse ovenfor under afsnit 5.1.1

Med disse argumenter synes Erhvervs- og Selskabsstyrelsen således at antyde, at såfremt målselskabet havde været i besiddelse af tilstrækkelige mængder frie reserver, så en kapitalnedsættelse kunne være foretaget til indfrielse af holdingselskabets lån, ville fusionen være accepteret.

Der er dog, som påpeget af *Kjellegaard Jensen* visse uklarheder i forbindelse med Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse.⁵² For det første synes Styrelsen at argumentere for, at det udelukkende er de frie likvide reserver, der kan danne grundlag for udbytteudlodning og kapitalnedsættelse. Dette på trods af at både udbytte og nedsættelsesbeløb efter omvendt vurderingsberetning kan erlægges i andre aktiver end kontanter ligesom der, inden for lovens grænser, kan optages lån til udbyttebetaling.⁵³

52 *Kjellegaard Jensen* (2005) side 171.

53 Såfremt et selskab udlodder udbytte, evt. på baggrund af en kapitalnedsættelse i form af andre aktiver end kontanter, er det praksis at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen henstiller til at der udarbejdes en ekstern (omvendt -) vurderingsberetning.

Siden udtalelsen fra 2001 er bestemmelsen i ASL § 109a om ekstraordinært udbytte indført, og der er hermed skabt mulighed for, at også overskud i indeværende regnskabsår må kunne regnes med til de frie reserver.

En samlet vurdering af Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis på dette område må således munde ud i den konklusion, at en fusion, hvor et erhvervende selskab ikke i sig selv er i stand til at finansiere overtagelsen, er i strid med ASL § 115, stk. 2. Ved bedømmelsen heraf tillægges det vægt om fusionen på forhånd er planlagt, eller der i øvrigt måtte være sammenhæng mellem erhvervelsen af aktier, finansieringen af disse og fusionen.

Der er tale om en konkret bedømmelse, og det kan således ikke udelukkes, at en fremmedfinansieret overtagelse i sammenhæng med en fusion kan accepteres, såfremt de reserver der måtte være i målselskabet andrager en størrelse, der ville gøre en tilsvarende (efter-) finansiering mulig gennem kapitalnedsættelse og/eller (ekstra-) ordinær udbyttebetaling. Argumentet herfor støttes af de ovenfor citerede kommentarer fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og synes at matche den øvrige indskrænkende praksis, der er etableret omkring ASL § 115, stk. 2.

Den af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen etablerede praksis møder dog kritik i den juridiske litteratur, og der synes her at være enighed om, at reglerne om fusion i alle tilfælde bør have forrang for ASL § 115, stk. 2, ligesom det er tilfældet ved udbytte og kapitalnedsættelse.⁵⁴ (...) *reale hensyn (taler) for det resultat, at de specifikke regler om fusion må nyde forrang, og at heller ikke fusioner, som gennemføres i overensstemmelse med reglerne herom, derfor udgør et brud på § 115, stk. 2*^{55A} "Det er ikke ganske oplagt, at regler, der som fusionsregle indeholder omfattende kreditor- (og minoritets-) garantier, derudover kan suppleres af specialbestemmelser som § 115a. I hvert fald står Erhvervs- og Selskabsstyrelsen - når den ikke på forhånd får konstruktionen forelagt - overfor meget vanskelige afgrænsningsproblemer, som formentlig vil medføre, at det er temmelig tilfældigt, hvornår synspunktet kan håndhæves."⁵⁵

Set i lyset af de seneste LBO i Danmark, virker styrelsens praksis vedrørende selvfinansiering og fusioner da også mærkværdig jf. kapitel 6.

54 Schans Christensen (2003) side 336.

55 Krüger Andersen (2006) side 252.

5.1.4. Særligt om koncernlån og cash pool ordninger

Af aktieselskabslovens § 115a fremgår det, at bestemmelsen i ASL §115, stk. 1 om forbud mod aktionærlån ikke gælder lån ydet af et datterselskab til et moderselskab. Derimod undtager § 115a ikke for §115, stk. 2, hvilket betyder at koncernlån, der ydes i selvfinansieringsøjemed, er i strid med § 115, stk. 2. § 115, stk. 2 er *lex specialis* i forhold til § 115a.

Et datterselskab må almindeligvis gerne yde lån til eller stille sikkerhed for et moderselskab (som defineret i ASL § 2, stk.2), men ikke hvis dette sker i forbindelse med moderselskabets erhvervelse af aktier i datterselskabet. Denne problematik rejser således et spørgsmål om den tidsmæssige udstrækning af § 115, stk. 2: Hvor hurtigt efter en overtagelse af et datterselskab, må datterselskabet yde moderselskabet et koncernlån, uden at dette vil være i strid med ASL § 115, stk. 2?

Spørgsmålet, der har været flittigt diskuteret i den juridiske litteratur, er svært at give et endeligt svar på. Ifølge *Werlauff* det afgørende, om et givent koncernlån er aftalt inden overtagelsen faktisk finder sted og dermed indgår i den samlede finansiering af overtagelsen, eller om koncernlånet vedtages og fuldføres efter overtagelsen har fundet sted.⁵⁶ I det sidste tilfælde vil koncernlånet efter § 115a være undtaget fra forbuddet.

Selvom det må synes næsten umuligt rent praktisk at afsløre et på forhånd aftalt koncernlån, foreligger der enkelte administrative afgørelser, der behandler spørgsmålet. I en sag fandt det daværende Handelsministerium, at et anpartsselskabs erhvervelse af aktierne i et aktieselskab mod låneoptagelse i en bank, hvor det på forhånd var planlagt, at anpartsselskabet efter aktiekøbet skulle optage et lån i det købte aktieselskab med henblik på indfrielse af det til købet optagne banklån, ville være i strid med den dengang gældende ASL § 115, stk. 4 (nuværende § 115, stk. 2).⁵⁷

I en anden - senere - afgørelse tog Erhvervs- og Selskabsstyrelsen stilling til en situation, hvor et moderselskab havde 75 mio. kr. til gode hos nogle datterselskaber. Moderselskabet ønskede at forhøje aktiekapitalen i datterselskaberne med 250 mio. kr. (kursværdi) og ønskede således til formålet at låne dette beløb i en bank. Når datterselskabernes kapital var udvidet, ønskede man at lade datterselskaberne dels indfri moderselskabets tilgodehavende på 75 mio. kr. og dels at

⁵⁶ *Werlauff*(2006) side 292 ff.

⁵⁷ Afgørelsen er refereret i *Ida Rosenbergm.fi.* (1999) side 372.

udlåne til moderselskabet yderligere 175 mio. kr., således at moderselskabet var i stand til at indfri banklånet. Forinden transaktionen blev gennemført forelagde selskabet den tiltænkte konstruktion for E&S for på denne måde at få afklaret, om der måtte være juridiske problemer forbundet hermed. E&S svarede således: *“Selv om enkelte elementer i den skitserede fremgangsmåde ud fra en isoleret betragtning kan synes i overensstemmelse med aktieselskabslovens regler, er Erhvervs- og Selskabsstyrelsen nærmest af den opfattelse, at samspillet mellem de enkelte elementer og dermed effekten af fremgangsmåden som helhed indebærer, at datterselskaberne selv finansierer den kapitaludvidelse, som moderselskabet foretager i datterselskaberne. Som konsekvens heraf må fremgangsmåden anses for omfattet af forbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2”*⁵⁸ Det antages i kommentaren til afgørelsen i R&R⁵⁹, at forholdet højst sandsynligt var blevet godkendt, hvis konstruktionen var tiltænkt således, at datterselskaberne udelukkende skulle udligne gælden til moderselskaberne og ikke overføre de 175 mio. kr. herudover.⁶⁰

I denne tredje, noget ældre sag fandt Handelsministeriet, at der ikke var sket noget ulovligt i henhold til selvfinansieringsforbuddet: En person erhverver aktiemajoriteten i et selskab ved optagelse af et banklån, hvor køberen stiller sikkerhed for det optagne lån ved at lade nogle aktier i et andet selskab deponere sammen med nogle ejerpantebreve og ved ligeledes at deponere de aktier, han køber. Det var endvidere aftalt at det selskab, som køberen ønskede at erhverve aktier i, eventuelt ville overtage aktierne i det andet selskab samt ejerpantebrevene til vurderingsprisen, hvorefter banken udelukkende skulle have sikkerhed i form af pantet i det købte selskab.⁶¹

På baggrund af disse administrative sager, tegner der sig et billede af en løs praksis, hvor hver enkelt sag må vurderes konkret.⁶² Det, der især tillægges vægt er, om et givent koncernlån indgår som en del af en overtagelsesfinansieringsstruktur. I tilfælde, hvor der ydes et kon-

58 Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelse af 27. juni 1994 (j.nr. 94 - 39.266) afgørelsen er refereret i R&R nr. 12, 1994, side 60.

59 R&R nr. 12, 1994, side 60.

60 Se også *Werlauff* (2006) side 293 som korrekt nævner at konstruktionen krænker ASL § 48 h, stk. 1 og ikke ASL § 115, stk. 2, men at paralleliteten bestemmelserne imellem gør sagen anvendelig til forståelse af forholdet mellem ASL §§ 115, stk. 2 og 115a, stk. 1.

61 Afgørelsen er refereret i *Ida Rosenbergm.fi.* (1999) side 372.

62 Se også *Werlauff i U.2006B.365.*

cernlån som vurderes sammenhængende med takeover finansieringen, har § 115, stk. 2 således forrang for § 115a, og forholdet vil kunne passes ind under sætningen "stille midler til rådighed" i § 115, stk. 2

Koncern-bundne selskaber kan anvende *cash pool-ordninger*, hvor- med de deltagende selskaber etablerer en fælles konto i koncernens pengeinstitut.⁶³ Formålet med sådanne cash pools/koncernkonti er at samle hele koncernens likvide beholdning et sted og dermed bl.a. opnå en administrativ fordel.⁶⁴ Der findes overordnet to typer cash pool ordninger: *Effektiv cash pooling/zero balancing* samt *fiktiv/notional cash pooling*. Effektiv cash pooling indebærer, i modsætning til notional cash pooling, en egentlig likviditetstilførsel og samling af likviditet på en samlet koncernkonto.⁶⁵ Fiktiv/notional cash pooling kaldes også imaginær cash pooling, fordi der ikke sker en egentlig pengeoverførsel til en samlet konto. Derimod etablerer banken en ordning, hvorefter koncernens samlede konti rentemæssigt behandles under et, således at koncernen samlet kun svarer rente af det samlede nettobeløb.

Cash pool-ordninger er ikke lovreguleret i Danmark, hvilket har dannet grobund for megen diskussion - især i forhold til aktionær- lånsforbuddet i ASL § 115, stk. 1.⁶⁶ Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har haft en skiftende praksis med hensyn til cash pool-ordningers lovmæssighed. Oprindeligt mente Styrelsen, at ordningerne var i over- ensstemmelse med loven, da de blev betragtet som forretningsmæs- sige dispositioner.⁶⁷ Denne holdning ændrede Styrelsen imidlertid i forbindelse med selskabstømmersagerne, således at cash pools blev

63 Se om Cash pools: *Vandsø Jacobsen Lindekilde Schmidt*, Cash pooling i selskabsretlig belysning, NTS 2002:4 side 451 ff., *Neville <Sd Werlauff i U.2003.201B, Nemlle: Ak- tionærlån*, i *Bo Langsted: Selskabers kapital* (1999) side 56 ff. *Gomard'*. Cash Pooling og Koncernkonto i *Lynge Andersen* (red.) (2004) side 52 samt *Tamasauskas* (2006) side 62 ff. m.fl.

64 Se om fordelene ved at anvende cash pools, *Gomard'*. Cash Pooling og Koncernkonto i *Lynge Andersen* (red.) (2004) side 48 f.

65 En sådan koncernkonto benævnes: *Master concentration account*.

66 I modsætning til eksempelvis Norge, som i aksjelovens §§ 8-7, stk. 4 har følgende regel: *Forbudet i første og annet ledd er ikke til hinder for at et datterselskap deltar i en konsemkontoordning sammen med andre selskaper i konsemet (jf. § 1-4 annet ledd første punktum), dersom midlerne på kontiene bare brukes i konsemet's mrksomhet. Kongen kan i forskrift gi regler om hva som skal anses som en konsemkontoordning.*

67 Om Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis se Styrelsens notat fra foråret 2002 refereret i *Kjellegaard Jensen* (2005) side 145. Almindelige forretningsmæssige dis- positioner mellem koncernbundne selskaber og/eller dets aktionærer er undtaget fra forbudet mod aktionærlån jf. Aktielovsbetænkningerne 1964/362 side 129 f. og 1969/540 side 159, FT 1981-82, tillæg A, spalte 2885, samt ovenfor under afsnit 3.2.3.

omfattet af forbuddet mod aktionærlån i ASL § 115, stk. 1.⁶⁸ I nyere sager har styrelsen igen accepteret ordningerne som lovlige, forudsat at disse er erhvervsmæssigt begrundet, og er sædvanlige såvel for selskabet som indenfor branchen. Der er således med Styrelsens seneste praksis åbnet for, at cash pool-ordninger konkret kan vurderes lovlige. I hvert fald fiktive cash pool-ordninger bør helt holdes ude af § 115, stk. 1, og effektive cash pool ordninger bør sjældent være omfattet.⁶⁹

Cash pool-ordninger kan ligeledes udgøre et problem i forhold til selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2. Eksempelvis i situationen hvor et selskab umiddelbart efter at det overtages af et andet, deltager i det erhvervende selskabs cash pool-arrangement. På denne måde vil det erhvervende selskab igennem tilskuddet af midler fra målselskabet, kunne benytte målselskabets midler til at afdrage på lån optaget for at finansiere overtagelsen. Problemet opstår, fordi målselskabets midler flyder ind i cash pool-deltagernes samlede beholdning af likvider, således at målselskabets midler ikke holdes adskilt fra de midler, der tilhører det eller de selskaber, der erhverver målselskabet. På denne baggrund er det således svært at adskille købers og målselskabets midler fra hinanden, hvilket kan skabe en formodning om at datterselskabernes midler også indgår i finansieringen.

En situation hvor et moderselskab, der deltager i en cash pool-ordning med et datterselskab, ønsker at købe yderligere aktier i datterselskabet, vil på samme måde kunne udgøre et tvivlsspørgsmål i forhold til ASL § 115, stk. 2. Det må dog antages, at en fælles koncernkonto/cash pool ikke i sig selv opstiller en hindring for, at et af de i cash pool-arrangementet deltagende selskaber erhverver aktier i et andet deltagende selskab. Men for at undgå misforståelser bør det erhvervende selskab gøre sig umage for ikke at benytte datterselskabets midler i den forbindelse.⁷⁰

Sidestilles denne "fremgangsmåde" med den ovenfor beskrevne efterfinansiering gennem eksempelvis udbytte, kan det synes rimeligt, at målselskabets likvider til dels danner grundlag for en sådan tilbagebetaling af lån optaget til finansiering af købet af målselskabet.

68 Jf. Kapitel 4 afsnit 3 om selskabstømmersagerne.

69 Se *Tamasauskas* (2006) side 71.

70 Se *Vandsø Jacobsen SE Lindekilde Schmidt*: Cash pooling i selskabsretlig belysning, NTS 2002:4 side 458 der i øvrigt henviser til *Giertsen* (1996), siderne 78 og 79, som peger på formålet med dispositionerne som afgørende for bedømmelsen af om der foreligger ulovlig selvfinansiering.

Der gælder dog ikke særlige bestemmelser for cash pool-ordninger i aktieselskabsloven, således som det er tilfældet for eksempelvis udbytte, hvilket ikke gør cash pool situationen helt sammenlignelig med efterfinansieringsmetoden.

Såfremt en cash pool-ordning er erhvervsmæssigt begrundet for selskabet og for koncernen som helhed, og i øvrigt er forsvarlig og sædvanlig, og dermed kan accepteres efter Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis, må bedømmelsen af om selvfinansieringsforbuddet overtrædes bero på konkrete omstændigheder. Hvis der beviseligt er inddraget midler fra datterselskabet til finansieringen af dets aktier, aktiveres selvfinansieringsforbuddet. Et sådant bevis vil dog vanskeligt kunne fremskaffes i praksis, og derfor må formodningen være, at såfremt et selskab der erhverver aktier i et andet selskab deler koncernkonto med dette, sker der ulovlig selvfinansiering. For at imødekomme dette må det erhvervende selskab altså udelukkende anvende midler, der holdes adskilt fra en sådan koncernkonto.

I yderste konsekvens kan dette betyde, at et datterselskab der deler koncernkonto med et moderselskab, kan blive nødt til at træde ud af denne, såfremt moderselskabet ønsker at købe nogle (få) aktier i datterselskabet. Især i tilfælde hvor moderselskabets andel af den likvide beholdning i den givne cash pool-ordning er betydelig, synes dette ikke ganske rimeligt. Det må i sådanne tilfælde antages, at tilfælde hvor moderselskabet råder over så store midler i forhold til aktiernes købssum, at det er åbenbart, at datterselskabets midler ikke på nogen måde er nødvendige som finansiel support, ikke skaber konflikt med ASL § 115, stk. 2. Dette understøttes også af kommentarerne i betænkning 362 (1964) om at bestemmelsen, navnlig "tager sigte på de i praksis forekommende tilfælde, hvor en køber - evt. et i dette øjemed stiftet holding-selskab erhverver *samtlig* aktier i et selskab."⁷¹ Bestemmelsen er altså ikke etableret for at stille unødige hindringer for køb af mindre poster aktier.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i øvrigt, i forbindelse med Styrelsens praksis påpeget, at der fra gang til gang må tages stilling til om cash pool-ordninger giver flere fordele end ulemper for danske koncernselskaber. Hvis der vurderes at være flere ulemper end fordele, vil der være en risiko for, at Styrelsen vil anse den pågældende ordning for at være i strid med ASL § 115, stk. 1,⁷²

71 Kursivering foretaget her. Se om betænkningen, afsnit 2.1.

72 *Kjellegaard Jensen* (2005) side 145.

6. Sammenfatning

Selvfinansieringsforbuddet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2 bestemmer, at et selskab ikke må medvirke til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet ved at yde lån, stille sikkerhed eller midler til rådighed i forbindelse med erhvervelsen. Ydes lån til finansiering af aktier, vil der som hovedregel altid være tale om pengelån, men i realiteten kan også materielle aktiver udlånes til finansiering af aktier, og det må antages, at begge typer lån er omfattet. Ligeledes må det antages, at både lån til eje og lån til brug er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Sidstnævnte hører begrebsmæssigt ind under sætningen *stille midler til rådighed* i bestemmelsens andet led. Ulovlig sikkerhedsstillelse foreligger ved, at målselskabet giver pant, stiller garanti eller kautionerer for lån, som aktiekøber optager til finansiering af overtagelsen. Indholdet af sætningen *stille midler til rådighed* er ikke afklaret i den juridiske teori eller i praksis. Nogle argumenterer for, at sætningen skal forstås og fortolkes *yde forskud* i overensstemmelse med de øvrige EU landes oversættelse af kapitaldirektivets art. 23, som har dannet grundlag for tilføjelsen af sætningen i § 115, stk. 2, 2. led. I modsætning hertil er andre af den opfattelse, at sætningen omfatter visse selvfinansieringsmedvirkende dispositioner, der kan foretages af målselskabet, men som ikke kan rubriceres som lån eller sikkerhedsstillelse. Denne sidste opfattelse synes at være mest gangbar.

Fra retspraksis kan nævnes en sag, hvor et betydeligt konsulenthonorar skulle tilfalde sælgeren af et selskab, uden at denne skulle præstere en reel modydelse. Honoraret skulle overføres til sælgeren løbende over en årrække, efter at denne havde solgt sine aktier i målselskabet. Højesteret slog fast, at målselskabet, i strid med ASL § 115, stk. 2, havde stillet midler til rådighed for aktiekøberens erhvervelse af målselskabets aktier. Indgås aftaler mellem målselskabet og den finansierende bank i form af *negative pledges*, *cross default klausuler* eller *pan passu klausuler*, vil disse udelukkende være i strid med selvfinansieringsforbuddet, hvis de i væsentligt omfang begrænser målselskabets handlefrihed.

Et spørgsmål af afgørende betydning for selvfinansieringsforbuddets udstrækning er bestemmelsens forhold til den øvrige selskabsret, herunder reglerne om udbytteudlodning, kapitalnedsættelse, likvidation, egne aktier, fusion og koncernlån. Udbytteudlodning og kapitalnedsættelse kan, såfremt reglerne herom er overholdt, ske i målselskabet efter en takeover, idet begrænsninger herfor ville udgøre en væsentlig hindring for et selskabs handlefrihed. Det har været

diskuteret, hvor tæt på en overtagelse udbytte måtte finde sted, men denne diskussion er forstummet efter indførslen af ASL § 109a, som tillader ekstraordinære udbyttebetalinger. Bestemmelsen tager netop sigte på at befordre aktiekøberes finansiering af selskabsovertagelser. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har i visse sager udtalt sig kritisk om visse finansieringsdispositioner, men selve udbytteudlodningen tillades, også selvom den sker ganske kort tid efter, at overtagelsen har fundet sted. Ligeledes må selskabet, efter det er blevet overtaget, gerne købe egne aktier tilbage, også selvom midlerne som køber modtager herfra, benyttes til at afdrage på lån optaget til at finansiere overtagelsen. I modsætning til disse tilfælde, forholder Erhvervs- og Selskabsstyrelsen sig anderledes til fusion, hvilket kritiseres i den juridiske litteratur. Styrelsen lader nemlig ikke *lex specialis* princippet gælde i tilfælde, hvor et erhvervende selskab, efter erhvervelsen af aktiemajoriteten i målselskabet, fusioneres med dette selskab, således at køber får rådighed over målselskabets midler til afbetaling på købers lån. Som påpeget af *Krüger Andersen*, *Schans Christensen* og *Werlauff* bør de specifikke regler om fusion, som indeholder omfattende kreditor- og minoritetsbeskyttelsesregler, have forrang for selvfinansieringsforbuddet. Ydelse af koncernlån og opretholdelse af en cash pool-ordning udgør en speciel problematik i forhold til ASL § 115, stk. 2. Koncernlån, der som udgangspunkt er lovlige efter ASL § 115a, stk. 1, er ikke lovlige, hvis koncernlånet sker til finansiering af køb af aktier i målselskabet. Om et koncernlån er i strid med ASL § 115, stk. 2 afgøres konkret. Er der sammenfald mellem ydelsen af et koncernlån og en takeover af selskabet, vil det givne lån være i strid med forbuddet. Derimod kan koncernlån ydes *et stykke tid* efter en majoritetsovertagelse. Også cash pool-ordninger (koncernkonto ordninger) kan udgøre et problem i relation til selvfinansieringsforbuddet. Dette kan være tilfældet, hvis et moderselskab ønsker at erhverve de resterende aktier i et datterselskab, som moderselskabet deler koncernkonto med. I disse tilfælde vil der være en formodning om, at også datterselskabet selv deltager igennem cash pool-ordningen til finansiering af aktierne i selskabet. Dog må det antages, at selvfinansieringsforbuddet kun aktiveres i tilfælde, hvor en større mængde aktier overtages i datterselskabet, og hvor det ikke er åbenbart, at moderselskabet har tilstrækkelige midler til at finansiere overtagelsen på egen hånd.

På baggrund af den gennemgæede praksis ses en tendens til, at vurderingen af om selvfinansieringsforbuddet overtrædes, beror på konkrete omstændigheder og på konkrete afgørelser. Der er ikke noget

til hinder for, at en overtagelse efterfinansieres gennem målselskabets midler, såfremt dette ikke væsentligt indskrænker målselskabets handlefrihed, og såfremt specialbestemmelserne i aktieselskabsloven overholdes. En undtagelse herfra er fusion, hvor Erhvervs- og Selskabsstyrelsen lader ASL § 115, stk. 2 få forrang for specialbestemmelserne. Det må dog anses for tvivlsomt om domstolene, i tilfælde af en retssag om forholdet, vil følge styrelsens synspunkt.

Boss- & selskabstømmersagerne & kapitalfondenes finansieringsstruktur

1. Indledning

Selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2 blev indført i 1973 i kølvandet på Boss-sagskomplekset. Med indførslen af dette forbud, kunne man forvente, at forbuddet ville opstille en hindring for selvfinansierende dispositioner. Senere - i 1990'erne - anvendtes imidlertid en anden form for selvfinansiering, som i de fleste tilfælde indebar en klar overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet.

Kapitalfondenes selskabsovertagelser, som umiddelbart synes at have væsentlige ligheder med Boss- og selskabstømmersagerne, har indtil videre ikke resulteret i sager ved de danske domstole.

Dette kan skyldes flere forhold. For det første kan det skyldes væsentlige forskelle i den skade kreditorerne eller minoritetsaktionærerne lider i de forskellige sager. Eller det kan skyldes, at overtagelsesfinansieringen i de nyere overtagelser sker således, at der eksempelvis ikke er grundlag for at konkludere, at kreditorerne eller minoritetsaktionærerne lider et tab ved den pågældende finansieringsform. Der er tilmed den mulighed, at kapitalfondenes rådgivere har lært lektien fra de tidligere sager, således at overtagelsen gennemføres udenom selvfinansieringsforbuddet. Der er endelig den mulighed, at det moderne kapitalmarked i højere grad gør det muligt at finansiere en overtagelse uden at benytte selvfinansiering og dermed i en vis udstrækning overflødiggør bestemmelsen.

I dette kapitel skal Boss-sagerne, selskabstømmersagerne samt endelig kapitalfondenes selskabsovertagelser beskrives og analyseres. Sidstnævnte med udgangspunkt i ISS og TDC overtagelserne.

2. Boss-sagerne

2.1. Baggrund og konstruktion

Som det tidligere er nævnt blev forbuddet mod selvfinansiering foreslået indført i aktieselskabsloven allerede i 1964.¹ Den gang var forbuddet tænkt som et supplement til reglerne om ydelse af aktionærlån og reglerne om erhvervelse af egne aktier. Et egentligt selvfinansieringsforbud indførtes som § 115, stk. 4 i den nye aktieselskabslov fra 1973.² Af bemærkningerne fremgår det, at *“den her foreslåede regel har for dansk rets vedkommende fået forøget aktualitet og betydning ved det i “Boss”-sagen passerede.”*³ Under udarbejdelsen af betænkning 540/1969 og arbejdet med lovændringen af aktieselskabsloven verserede Boss-sagerne ved domstolene. Da der dengang ikke var indført et selvfinansieringsforbud i aktieselskabsloven, var det selvsagt ikke dette forbud, der dannede grundlag for dommene i disse sager. Boss-sagerne vakte bred interesse i offentligheden og blev inddraget i den politiske debat, og der var hurtigt bred politisk enighed om, at en ny aktieselskabslov måtte opstille hindringer, således at lignende sager ikke kunne finde sted.⁴

I foråret 1969 vedtog Folketinget at nedsætte et sagkyndigt udvalg som, på baggrund af Boss-sagerne, skulle undersøge forholdene omkring den finansierings- og kreditformidling til dansk erhvervsliv, der foregik gennem factoringselskaber. Derudover var det sigtet med udvalgets arbejde at undersøge omstændighederne i forbindelse med stiftelsen og sammenbruddet af Boss of Scandinavia, samt undersøge om de opståede tab kunne være afværget ved ændret lov eller ændret administrativ praksis.⁵

Dette såkaldte "Boss-udvalg" med dr. jur. Knud Illum som formand afgav i 1971 først en delbetænkning og i 1973 den endelige betænkning om sammenslutningen BOSS OF SCANDINAVIA.⁶

Selvfinansieringsforbuddet i dets oprindelige ordlyd blev indført i 1973 - samme år, som der faldt dom i den sidste af Boss-sagerne. De fire

1 Jf. Betænkning 362/1964, side 132.

2 L 1973-06-13 nr. 370.

3 Betænkning 540/1969 side 159.

4 FT 1968/69 spalte 975 ff. og 5958 ff.

5 Jf. FT 1968-69, Tillæg C, spalte 603.

6 Betænkning nr. 628/1971 om finansieringsselskaber og lignende virksomheder og betænkning nr. 690/1973 om sammenslutningen BOSS OF SCANDINAVIA.

sager U.1970.96 H, U.1970.795 H, U.1970.803 H og U.1973.417 H omhandlede alle forskellige aspekter i det samlede Boss-kompleks.

I 1966 oprettedes sammenslutningen Boss of Scandinavia som et kommanditselskab med det officielle navn Scandinavian Clothing Industries Ltd. (herefter SCI). Bag sammenslutningen stod fem mindre konfektionsfabrikker, som alle indtrådte som kommanditister i førnævnte SCI. Som komplementar blev et til lejligheden stiftet og fællesejet aktieselskab med navnet A/S af 5/12 1966 indsat. De drivende kræfter bag Boss-sammenslutningen var John Eidemak, revisor Arne Borregaard Christiansen og direktør Frode Hansen samt andre fra de konfektionsfabrikker, som indgik i sammenslutningen (herefter Boss-deltagerne). Selskabet som startede sin virksomhed 1. januar 1967 nåede at købe aktiemajoriteter i flere andre konfektionsvirksomheder og en tekstilvirksomhed, men brød dog allerede sammen i november samme år.

Forløbet begyndte ved, at Scandinavian Clothing Industries Ltd. (SCI) ønskede at købe (stam)aktiekapitalen på nominelt 2.000.000 kr. i Grenå Dampvæveri, som var -et datterselskab i koncernen A/S De Danske Bomuldsspinderier (herefter DDB). Prisen var 10.800.000 kr. Udover den erhvervede aktiekapital på nominelt 2.000.000 kr. eksisterede stemmeløse præferenceaktier på nominelt 2.500.000 kr. Et bestyrelsesmedlem i DDB samt i datterselskabet B. Muus & Co., Palle Palsby henvendte sig til Boss-deltagerne med et tilbud om, at de kunne købe den stemmeberettigede aktiemajoritet i hele DDB koncernen og dermed også datterselskaberne, Grenå Dampvæveri og B. Muus & Co., med samlede aktiver på op mod 150 millioner kroner. Prisen skulle være på 8-9 millioner kroner, der skulle betales i rater, hvoraf den første skulle udgøre 3 millioner kroner. Aftalen var, at Palle Palsby skulle indkalde til ekstraordinær generalforsamling i DDB og B. Muus & Co. og indsætte fire Boss-deltagere i bestyrelserne i begge selskaber, således at de fire udgjorde flertallet heri. Boss-deltagerne skulle benytte positionen i bestyrelserne til at stille sikkerhed i B. Muus & Co.'s ejendom for lån på samlet 2.500.000. De resterende 500.000 skulle Boss-folkene skaffe på anden vis.⁷ Herefter skulle Boss-deltagerne overdrage de ca. 3 millioner kroner til Palsby.

Det var endvidere aftalt, at aktierne, der var opbevaret i Handelsbanken, ikke skulle overdrages til Boss-folkene før sidste rate af de samlede otte-ni millioner var betalt.

7 Se nedenfor om købet af Jørgen Suder A/S.

For at optage de omtalte lån til betaling af første rate forhandlede Boss-deltagerne med forskellige banker. Den 23. september accepterede den Schweiziske bank Alexander Schoeller & Co. (herefter Schoeller) - som i Danmark var repræsenteret af advokat Dahl Jensen - at yde et lån til Boss på ca. 2.500.000 kr. Lånet skulle ydes mod sikkerhed i nogle af B. Muus & Co.'s ejendomme.

Boss-deltageren var således i den situation, at de havde brug for penge til at opnå indflydelse i DDB og dermed stille sikkerhed for de penge, de ønskede at låne. I sædvanlige låneforhold er praksis normalt at långiver opnår sikkerhed, idet han yder lånet, men dette kan altså ikke umiddelbart lade sig gøre i dette tilfælde. For at løse problemet benyttes en på daværende tidspunkt usædvanlig metode.

På en ekstraordinær generalforsamling den 26. september 1967 fratrådte tre eksisterende bestyrelsesmedlemmer herunder Palsby og bestyrelsen i DDB, og de fire Boss-deltagere indsattes, hvorefter bestyrelsen samlet talte syv individer. Som dokumentation for at Boss vil være i stand til at betale Palsby, vistes et dokument fra Handelsbanken, hvoraf det fremgik, at lånet fra Schoeller stod til udbetaling, så snart der forelå behørig sikkerhed. Umiddelbart herefter afholdtes et bestyrelsesmøde, hvor det blev vedtaget at afholde ekstraordinær generalforsamling i B. Muus & Co. Denne afholdtes samme dag med samme dirigent. På Generalforsamlingen indsattes de samme fire personer, som netop var blevet indsat i DDB, og der blev enstemmigt foretaget en ændring af § 21 i selskabets vedtægter, der før ændringen var affattet således:⁸ *"Selskabets firma tegnes af en direktør i forbindelse med et bestyrelsesmedlem eller af to medlemmer af bestyrelsen i forening. Prokura kan meddeles - men kun af den samlede bestyrelse.*

Til afhændelse samt pantsætning af fast ejendom kræves underskrift af den samlede bestyrelse".⁹ Vedtægten havde efter mødet følgende ordlyd: *"Under alle forhold forpligtes selskabet ved underskrift af 4 bestyrelsesmedlemmer, også for så vidt angår salg, køb eller pantsætning af selskabets faste ejendomme. Bestyrelsen bestemmer i øvrigt til enhver tid, hvem der under den daglige forretningsgang skal kunne tegne firmaet".*

Umiddelbart efter mødet afholdtes endnu en generalforsamling - denne gang med en ny dirigent. Den nye dirigent foreslog, at

8 Grunden til at vedtægtsændringen blev vedtaget enstemmigt var formentligt, at de øvrige tre bestyrelsesmedlemmer blev presset af Boss-deltagerne til at stemme for ændringen jf. betænkning 690/1973 side 102.

9 Fremhævelsen er foretaget her.

vedtægtsændringen skulle bortfalde, og at man i stedet udformede vedtægtsbestemmelsen således. *"Selskabets firma tegnes af en direktør i forbindelse med et bestyrelsesmedlem eller af to medlemmer af bestyrelsen i forening. Prokura kan meddeles af **4 bestyrelsesmedlemmer**. Til afhændelse samt pantsætning af fast ejendom kræves underskrift af **4 bestyrelsesmedlemmer**".*¹⁰

Vedtægtsændringen blev vedtaget, og den nye dirigent udfærdigede referat til anmeldelse i aktieselskabs-registret. Grunden til at der afholdtes en ny generalforsamling umiddelbart efter den første skyldtes, at den nye dirigent var i stand til at fremrykke den for konstruktionen meget essentielle anmeldelse til aktieselskabs-registret. Ydermere udfærdigedes af dirigenten en protokol, som skulle benyttes som dokumentation for, at Boss-deltagerne var indvalgt i bestyrelsen. Denne dokumentation skulle gives overfor de långivere, der finansierede Boss-overtagelsen af DDB-koncernen og senere Jørgen Suder A/S jf. nedenfor. Straks efter den anden generalforsamling var overstået, afholdtes et bestyrelsesmøde, hvor de fire nyindvalgte bestyrelsesmedlemmer redegjorde for planerne om at slutte Boss sammen med DDB ved at sælge Boss ind i B. Muus & Co. Der blev dog ikke vedtaget noget formelt på dette møde, men der blev givet adgang til virksomhedens papirer herunder skødet på B. Muus & Co's ejendomme.

Efter bestyrelsesmødet afholdtes et møde på Advokat Dahl Jensens kontor, hvor de fire netop udråbte Boss-bestyrelsesmedlemmer deltog. På dette møde blev fusionsdokumentet, hvormed SCI overdrages til B. Muus & Co., underskrevet. Der udfærdigedes et ejerpantebrev på 3 millioner kr. i B. Muus & Co's ejendom Skolegade nr. 10-12, som skulle stilles til sikkerhed for det lån, der skulle betale for den førnævnte 1. rate af Palsbys og de øvrige sælgeres aktier. Herudover underskrev de fire bestyrelsesmedlemmer en kautionserklæring, hvorefter DDB kautionerede for lånet. Lånet fra Schoeller blev udbetalt og overført til Palsby og de øvrige aktionærer, han repræsenterede.

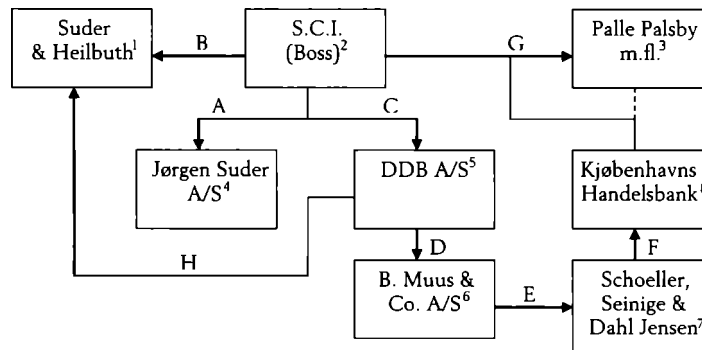
De 500.000 kr., som udgjorde resten afbetalingen til Palsby, skulle hentes i selskabet Jørgen Suder A/S, som blev overtaget den 19. september altså en lille uge før de ekstraordinære generalforsamlinger i DDB og B. Muus & Co. Planerne for overtagelsen af denne virksomhed var begyndt allerede i juni s. å. og var egentlig begrundet i Jørgen Suder A/S's store - og for Boss vigtige - produktionskapacitet. Imidlertid var et andet behov opstået nemlig behovet for kapital til at købe aktierne

10 Fremhævelsen er foretaget her.

i DDB. Boss-deltagerne aftalte med Jørgen Suder, der ejede 100 % af aktierne i Jørgen Suder A/S, at betaling for aktierne skulle falde 1 rater. Inden Jørgen Suder modtog betaling for 1. rate, havde Boss-deltagerne sikret sig adgang til at disponere over selskabets aktiver, således at Boss enerådigt kunne belåne og frasælge disse. Det var dog aftalt, at beløbene blev deponeret i Jørgen Suders bank. Dette blev imidlertid ikke overholdt, men Jørgen Suder gør ikke indsigelse, fordi han den 26. september opnår pant i ejendommen Skolegade nr. 10-12 samtidig med at DDB, som aftalt kautionerer for et hvert beløb op til 2 millioner kr.

Modellen syntes umiddelbart at være lykkedes, men da koncernens likviditet var dårlig, og der skulle skaffes penge for at kunne fortsætte driften, blev endnu et ejerpantebrev i B. Muus & Co's aktiver udstedt. Dette ejerpantebrev, som også kun blev underskrevet af de fire Boss-bestyrelsesmedlemmer, skulle stå som sikkerhed for et nyt lån på 2 millioner kroner. Visse af de øvrige aktionærer i DDB og medlemmer af bestyrelsen opdagede, at Boss-medlemmernes dispositioner indebar, at selskabet var i gang med at finansiere sin egen overtagelse til skade for de eksisterende aktionærer og kreditorer i selskabet. På denne baggrund indkaldtes til bestyrelsesmøde. På dette møde blev foretaget en afstemning om, hvorvidt bestyrelsen i enighed skulle acceptere at tinglysningen af ejerpantebrevene blev foretaget. Da de fire Boss-medlemmer erklæredes inhabile i forhold til spørgsmålet jf. nedenfor, og det således kun var de øvrige tre medlemmer, der afgav stemme, blev spørgsmålet besvaret negativt. Efterfølgende gjorde bestyrelsen gældende overfor Schoeller og Jørgen Suder, at DDB og B. Muus & Co. ikke kunne vedstå udstedelsen og tinglysningen af ejerpantebrevene samt kautionserklæringerne afgivet af DDB. På denne baggrund trak DDB pantebrevene og erklæringerne tilbage. Kort efter trådte Boss (SCI) i likvidation og konkurserklæring blev afgivet en uge senere. En investor indgik aftale med likvidatorerne og overtog de af Boss erhvervede aktier i DDB samt varelagre, maskiner og faste ejendomme tilhørende Boss. Boss-sagerne kan illustreres således:

2. Boss-sagerne



1. Suder er sælger og Heilbuth er advokat for JS A/S
2. Det køvende selskab
3. Majoritetssælgerne i DDB A/S
4. Jørgen Suder A/S, Købes
5. De Danske Bomuldsspinderier A/S, Købes

6. B. Muus & Co. A/S, datter selskab til DDB
7. Den schweiziske långiver
8. Banken udbetaler pengene når sikkerhedsstillelsen foreligger

- A. Boss får adgang til selskabets aktiver før den første rate på aktierne er betalt. De sælger varelager og lader vekselbeholdningen diskontere samtidig med at debitorbeholdningen honoreres gennem factoring. Indtægterne herved er 300.000 kr. som jf kontrakten deponeres i Handelsbanken - indtil betaling af første rate er sket. Dette overholdes ikke og der gøres ikke indsigelse herimod da første rate erlægges allerede dagen efter.
- B. Boss betaler jf. kontrakten Jørgen Suder 100.000 kr. som betaling for første rate, hvilket svarer til 5 % af overtagelsessummen.
- C. Fire Boss folk indvælges i bestyrelserne for DDB ved at Palsby m.fl. (aktionærmajoriteten) afgiver deres stemmer til fordel herfor.
- D. Ligeledes jf. punkt C indvælges de fire også i B. Muus' bestyrelse. På denne generalforsamlingen ændres også vedtægterne så de fire medlemmer i fællesskab kan tegne selskabet i alle forhold.
- E. Efter bestyrelsesmødet i B. Muus udstedes ejerpantebreve i B. Muus' tilhørende ejendomme på 3.000.000 kr. Udstedelsen sker af de nye bestyrelsesmedlemmer i forening uden de resterende bestyrelsesmedlemmers viden. Pantebrevet er en del af den sikkerhed Schoeller forlanger for lånet på 2.500.000 kr.
- F. Schoeller har på forhånd overført pengene til handelsbanken, der kan udbetale lånet når betingelserne i lånekontrakten er opfyldt.
- G. Boss opfylder herefter lånebetingelserne, da de kan fremvise de relevante dokumenter (referater, protokoller og vedtægter fra B. Muus) for kontrakten og er endvidere i besiddelse af pantebrevet. Pengene udbetales derefter til Palsby m.fl. (Den sælgende aktiemajoritet).
- H. De fire Boss folk udsteder endelig kautionserklæring fra DDB til Jørgen Suder (personligt). Denne fungerer som sikkerhedsstillelsen for de resterende ratebetalinger på Suder A/S. Kautionserklæringen er på 2.000.000 kr.

2.2. Hovedårsagerne til sammenbruddet

Det bemærkes i betænkningen om sammenslutningen Boss of Scandinavia, at *“sammenslutningen Boss of Scandinavia, der blev skabt i efteråret 1966, under ingen omstændigheder kunne antages at være levedygtig”*.¹¹ De i sammenslutningen deltagende virksomheder havde langt fra kapitalkraft nok og manglende den fornødne planlægning og forberedelse, lyder begrundelsen. Sammenslutningen har muligvis været insolvent allerede fra begyndelsen og det budget, der blev udar-

¹¹ Betænkning nr. 690, 1973 side 114.

bejdet i forbindelse med sammenslutningens etablering, stillede krav om en fremtidig omsætning på ca. 2½ gange det hidtidige. Dette mål ville ikke kunne nås med de til rådighed værende økonomiske midler og tekniske kompetencer. Specielt ikke når man indkalkulerer de betydelige økonomiske ressourcer, der skulle benyttes til at finansiere sammenlægningen af driften og finansieringen af de øvrige selskaber og ejendomme herunder BOSS U.K. og hovedsædet i Hørsholm. Hertil skal i øvrigt bemærkes, at årene 1966-67 var præget af konjunkturaftmatning, og konfektionsindustrien var specielt hårdt ramt. Det var på grund af disse svære tider at Boss of Scandinavia blev etableret, men selv snedige finansieringskonstruktioner kunne ikke redde koncernen fra et sammenbrud.

2.3. Retssagerne

Efter sammenbruddet eksisterede flere uafklarede spørgsmål, og der blev anlagt flere civil- og straffesager ved Københavns Byret.

Det egentlige Boss-sagskompleks fremstår endeligt ved fire højesteretsdomme. Sagerne drejede sig alle om, hvorvidt Boss-direktørens tegningskompetence ved dispositionerne var overskredet, og om medkontrahenten var i ond tro med hensyn til dette. U.1970.96H og U.1973.417H, der begge er udløbere af det samlede Boss-kompleks, er de af sagerne, hvor de selvfinansieringslignende transaktioner behandles, og disse sager skal derfor gennemgås nedenfor.

Sagen 1970.96H anlægges af Jørgen Suder på baggrund af DDB's tilbagetrækning af de kautionforpligtelser, som Boss-deltagerne i deres tid som bestyrelsesmedlemmer afgav på DDB's vegne.¹²

Sagen omhandler især spørgsmålet om, hvorvidt Jørgen Suder og hans advokat var i ond tro mht. de fire bestyrelsesmedlemmers tegningsret, samt om han havde vidst, at økonomien i Boss var dårlig, og at netop den dårlige økonomi var grunden til, at aftalen mellem parterne blev udformet som tilfældet var. Højesteret udtaler i den forbindelse: *"Ved afgørelsen af om appellanten eller landsretssagfører Heilbuth var eller burde være klar over underskrivernes manglende bemyndigelse, lægger retten vægt på, at de efter det forud passerede og navnlig ved den helt ekstraordinære bestemmelse i slutsedlen og kontrakten, der gav køberne ret til at disponere over samtlige A/S Jørgen Suders let omsættelige værdier,*

12 Sagen diskuteredes i Juristen: J 1970.441, *Hørlyck* samt J 1970.491 *Spleth* og 1971.139, *Hørlyck* samt 1971.142, *Spleth*.

inden nogen modydelse var aflagt, måtte indse, at købernes likviditet var anspændt. De måtte endvidere indse, at de fire underskrivere af kautionserklæningen på grund af deres tilknytning til køberne handlede i egen interesse, uden at der var oplyst noget nærmere om grundlaget for, at det indstævnte selskab skulle påtage sig kaution for en så stor, selskabet uvedkommende gæld.”Højesteret tilføjede, at sælger og dennes advokat Heilbuth burde have undersøgt, om de fire Boss-bestyrelsesmedlemmer var bemyndigede til at tegne selskabet, altså om der efter den dagældende ASL § 50 forelå en gyldig bestyrelsesbeslutning. På denne baggrund stadfæstede Højesteret Landsretsdommen og kautionsforpligtelsen erklæredes ikke-bindende for selskabet.¹³

Det afgørende i dommen var således, at Boss-deltagerne handlede i egen interesse og ikke i DDB's, hvilket var i strid med den daværende ASL § 50 (nugældende § 63, stk.1). På denne baggrund er DDB ikke bundet af Bossbestyrelsesmedlemmernes beslutning. Det blev herefter fastslået, at såfremt visse omstændigheder gør sig gældende, således at der ikke handles i selskabets interesse men i visse andres interesse, påhviler der medkontrahenten en særlig undersøgelsespligt. Fordi Jørgen Suder mentes at have tilsidesat denne undersøgelsespligt, blev kautionserklæringen erklæret uforbindende for selskabet, hvorefter et eventuelt krav fra ham måtte rettes mod de personer, der havde handlet i strid med reglen i den dagældende ASL § 50.1 dette tilfælde indebar Jørgen Suders onde tro, at han ikke kunne søge sig fyldestgjort. Som påpeget af *Hørlyck* var DDB formodentligt ikke sluppet for kautionen, såfremt Jørgen Suder havde været i god tro.¹⁴

Boss-deltagernes plan var at købe aktierne på afbetaling for derefter at vælge sig selv ind i bestyrelsen på grundlag af aktiernes stemmeret. Herefter skulle DDB's midler benyttes til at betale endeligt for aktierne. Spørgsmålet var dengang, om dette skulle tillades, fordi konstruktionen jo indebar selvfinansiering til skade for eksisterende minoritetsaktionærer og kreditorer. Men da der endnu ikke eksisterede et sådant forbud, benyttedes andre bestemmelser og anden argumentation. I betænkning 540 (1969) blev en ny regel foreslået i aktieselskabslovens § 57. Bestemmelsen skulle slå fast, at en bestyrelse udelukkende er beslutningsdygtig, når samtlige medlemmer er til stede. Kommentarerne nævner, at en sådan bestemmelse har vist sin

¹³ Tegningsproblematikken i dommen er beskrevet i *Tamasauskas* (2006) side 152 f.

¹⁴ *Hørlyck* i *Juristen*, 1970, side 447.

vigtighed under Boss-sagerne, som på det tidspunkt verserede ved Østre Landsret.¹⁵

B. Muus & Co. sagsøger i Sagen 1973.417H Alexander Schoeller med påstand om, at Schoeller skal tilpligtes at udlevere de ejerpan-
tebreve, han tidligere har fået udleveret af Boss-deltagerne, som sik-
kerhed for det lån Schoeller ydede til Boss-deltagerne.

Dommen kom i det væsentlige til at omhandle spørgsmålet om, hvorvidt Schoeller og Dahl Jensen samt den tyske revisor Seinige var i ond tro med hensyn til Boss-deltagernes manglende tegningsret og i forlængelse heraf, om de vidste, at lånet skulle benyttes til erhvervelse af aktier i det selskab, som skulle stille sikkerheden.

Højesteret når frem til, at Schoeller må tilpligtes at tilbagelevere ejerpantebrevene til DDB, trods det at Schoeller og Seinige var i god tro om deres ret til pantebrevet, da det fastslås, at Dahl Jensen har fungeret som fuldmægtig for Schoeller, og at han var i ond tro om de fire bestyrelsesmedlemmers tegningsret.

De to sager omhandlede altså Boss-deltagernes ret til at disponere på DDBs vegne, samt spørgsmålet om hvorvidt de aftaler Boss-deltagerne havde indgået på selskabets vegne var bindende for medkontra-
henterne. Det afgørende har således været, om de forskellige med-
kontrahter har været i god tro mht. de fire Boss-folks tegningsret.

2.4. Boss-sagerne set i lyset af selvfinansieringsforbuddet

Argumentationen for indførslen af et forbud mod selvfinansiering er meget sparsom.

I Betænkning 540 (1969) om forslag til ny aktieselskabslov, hvor forbuddet indgår, fremføres det som ovenfor beskrevet, at reglen skal supplere såvel reglerne om aktionærlån som reglerne om erhvervelse af egne aktier. Derudover sluttet bemærkningerne således: *“Den her foreslåede regel har for dansk rets vedkommende fået forøget aktualitet og betydning ved det i “Boss”-sagen passerede.”*

I betænkning 690 (1973) udtaler Boss-udvalget om § 115, stk. 4, at: *“den anførte regel ville, hvis den havde været gældende i 1967, i hvert fald have vanskeliggjort optagelsen af lån hos Alexander Schoeller til betaling af 1. rate for majoriteten af de stemmeberettigede aktier i Bomuldsspind-
rieme. Det kan dog næppe siges, at transaktionen af denne grund havde været udelukket; men den ville i hvert fald have gjort det nødvendigt at*

¹⁵ Betænkning 540 (1969) side 105.

skjule formålet med lånets optagelse for långiveren. Det kan nemlig ikke antages, at selskabet kan fritages for at opfylde en låneforpligtelse, fordi det långiveren uafvidende har været hensigten at anvende lånet til erhvervelse af aktier i det låntagende selskab.”¹⁶

Betænkningen behandler i øvrigt ikke den foreslåede bestemmelse yderligere. Dette på trods af at betænkningen netop har til formål at undersøge, om de opståede tab i forbindelse med stiftelsen og sammenbruddet af Boss of Scandinavia kunne være afværget ved ændret lov eller ændret administrativ praksis. Men selvom der ikke i betænkningen benyttes mere spalteplass på at diskutere selvfinansieringsforbuddet, synes argumentationen at være klar: Et selvfinansieringsforbud ville i det væsentlige ikke have forhindret Boss' dispositioner.

Det virker dog tvivlsomt, om Boss rent praktisk kunne have skjult formålet med lånoptagelsen overfor långiver, idet man må antage at Alexander Schoeller og Dahl Jensen havde sat sig grundigt ind i Boss-deltagerne situation. Det skal dog ikke udelukkes, at Boss-deltagerne kunne have lånt pengene som et pro forma driftskapitalindskud og herefter have benyttet lånet til at finansiere købet af aktierne i selskabet. Lykkes det låntager på denne vis at skjule formålet med lånoptagelsen overfor långiver, vil dette udelukkende have den effekt, at denne godtroende långiver vil kunne gøre sit krav gældende, selvom transaktionen måtte indeholde forhold, der stred mod selvfinansieringsforbuddet. Hvis et selvfinansieringsforbud havde eksisteret, ville Boss fortsat have været ansvarlige efter denne regel.

Der stilles i kølvandet på Boss-sagerne (U.1970.96H/1973.417H) spørgsmål ved situationer, hvor aktiemajoritetskøbere opnår stemmeret på aktier inden, der betales for dem. Ved at anvende denne metode kan der brydes med det grundlæggende princip i selskabsretten om, at stemmerne skal følge kapitalen. En køber af aktier på afbetaling vil kunne opnå en effekt, der svarer til den effekt, der kan opnås ved selvfinansiering, idet man opnår indflydelse i selskabet uden at have erlagt pengene for aktierne.

Hvis man køber et selskab på afbetaling, er det som udgangspunkt en transaktion mellem køber og sælger, og dermed burde selvfinansieringsforbuddet, som det er udformet i nutidens aktieselskabslov, ikke umiddelbart aktiveres. En sådan transaktion vil dog i visse tilfælde alligevel være i strid med forbuddet, idet man ved at få rådighed over noget, inden man har betalt for det, kan stille målselskabets midler til

¹⁶ Betænkning nr. 690 (1973) side 130.

rådighed. I det tilfælde hvor aktiekøber erhverver aktierne på kredit, og på trods af at aktierne er pantsat til sælger, vælger sig selv ind i bestyrelsen i selskabet, kan han anvende selskabets midler til at tilbagebetale sælgerens tilgodehavende. Det samme vil være tilfældet i situationen, hvor sælgeren i kraft af sin majoritetsandel i målselskabet vælger aktiekøberen ind i bestyrelsen i målselskabet, således at aktiekøber opnår kontrol i selskabet, og på denne måde gennem udbytte kan indfri forpligtelsen overfor sælgeren. Dette vil indebære, at målselskabet slankes, hvilket sælgeren dog også kan foretage uden indblanding fra en køber.

3. Selskabstømningsfænomenet

3.1. Baggrunden for selskabstømmersagerne

Efter dommene i Boss-sagerne og vedtagelsen af selvfinansieringsforbuddet, levede bestemmelsen et aldeles stille liv. Bestemmelsen skulle dog vise sig at være afgørende i de såkaldte selskabstømmersager.

Fænomenet selskabstømning er ikke nyt i selskabsrettens historie og vil sandsynligvis eksistere så længe, der eksisterer selskaber. De sager, som normalt betegnes "selskabstømmersagerne", fandt alle sted over en periode på 7 år - fra 1987 til foråret 1994.

Selskabstømmerne købte såkaldte *overskudsselskaber* og tømte dem for værdier til skade for selskabets kreditorer, herunder især skattevæsenet, som havde tilgodehavender i selskaberne i form af ikke betalte skatte- og moms krav.

Forudsætningen for en selskabstømning var således, at en sælger var parat til at overdrage et selskab, hvis eneste passiver ud over egenkapitalen var skattegæld i form af udskudt eller hensat skat. Sådanne *overskudsselskaber* opstod i de fleste tilfælde ved, at samtlige selskabets materielle aktiver frasolgtes. Selve overdragelsen af selskaberne blev, som det fremgår nedenfor, tilrettelagt på forskellig facon. Fælles for de anvendte overdragelses-arrangementer var dog, at køberen reelt ikke skulle erlægge en egentlig betaling for selskabet.

Idet selskaberne var overdraget, blev navn, adresse, ledelse og regnskabsår mv. ændret omgående, hvorefter udlodningen af midlerne i selskabet fandt sted. Kort tid efter at selskaberne var tømt, sendtes en ansøgning om likvidation til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, hvorefter sagerne kom for skifteretten. I visse tilfælde lod selskabets nye ejer

bevidst overskudsselskabet overtræde loven, således at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen tvangsindløste selskabet.

Skattemyndigheden har opgjort antallet af selskabstømninger i perioden fra 1990 til 1994 til 1.571 selskaber. Disse selskaber var systematisk blevet tømt på bekostning af en kreditor - i alle tilfælde skattemyndighederne.¹⁷ De fleste tømninger fandt sted i 1992 og 1993, hvor ikke færre end 979 tømninger blev gennemført.¹⁸ Samlet blev ca. 1,65 % af det daværende antal danske aktie- og anpartsselskaber tømt.¹⁹ Det samlede tab for skattemyndigheden blev skønnet til lidt over to mia. kr., og skattemyndigheden følte sig af denne grund nødsaget til at inddrive de udestående skattekrav igennem sagsanlæg ved domstolene.²⁰ Skattemyndigheden anlagde, efter en omfattende undersøgelse, 1.250 sager på baggrund af formodet selskabstømning.²¹

Selskabstømning er blevet defineret således: *"Ved en selskabstømning skal her forstås en overdragelse af beslutningsretten over et overskudsselskab, således at skatteforpligtelser udsættes for risiko, hvorved skattemyndigheden lider tab."*²² Udenfor denne definition falder således tømning af selskaber, der ikke har undergået et ejerskifte samt tilfælde, hvor et selskabs aktiver er fjernet fra selskabet endnu før en overdragelse af beslutningsretten i selskabet.

Det var altså en forudsætning for selskabstømning, at der var et overskudsselskab til rådighed. Et sådant overskudsselskab var karakteriseret ved, at selskabet ikke længere drev egentlig virksomhed. Herudover bestod selskabets passivside hovedsagligt af en skatteforpligtigelse, som enten var betalbar eller latent (udskudt), og en aktivside som udelukkende bestod af likvide midler eller tilgodehavender, der umiddelbart kunne gøres likvide. Det var ligeledes kendetegnende for overskudsselskabet, at det var opstået igennem en aktiv handling, hvor selskabets almindelige aktiviteter var blevet frasolgt til et nyoprettet selskab ejet af samme ejerkreds eller til en helt fremmed. Den udskudte skatteforpligtigelse fastholdtes derved i det oprindelige selskab. Således havde man skabt et overskudsselskab, som i realiteten

17 Jf. TfS 1999.241 Told- og Skattestyrelsen.

18 Tømningstidspunktet er bestemt fra overdragelsestidspunktet mellem køber og sælger af aktie eller anparterne.

19 Jf. Gomard (1992) side 44, der skriver, at det samlede antal dansk aktie- og anparts-selskaber udgjorde 95.000 selskaber.

20 Jf. TfS 1999.241, samt Fnis Hansen & Engsig Sørensen, NTS 2002:3 side 360.

21 Jf. TfS 1999.241, Told- og Skattestyrelsen.

22 Sørensen (1997) side 16.

kunne likvideres eller sælges til en investor, der stod overfor nyinvesteringer, og som derved kunne eliminere den indestående skattegæld. Netop den sidste mulighed havde igennem flere år skabt et marked for sådanne overskudsselskaber - især efter ændringen af aktieavancebeskatningsreglerne i maj 1982. Selskaberne blev benyttet som et skattetækningsredskab i forbindelse med stigende selskabsskatteprocenter, generationsskifte, skuffeselskaber til nyinvesteringer osv. Disse skattemæssige dispositioner var som udgangspunkt legitime og var efter førnævnte lovindgreb almindelig skattetækningspraksis.

Ikke desto mindre indså selskabstømmerne, at overskudsselskaberne kunne anvendes til at score en gevinst på bekostning af skattevæsenet. Dette medførte en øget efterspørgsel på overskudsselskaber, således at tømmernes ofte betalte en betydelig overpris for selskaberne, der i realiteten ingen egentlig værdi havde.

Ofte ændrede køber efter aftale med sælger både selskabets navn og dets selskabsretlige formål. Navnet blev ændret, så selskabet ikke længere fremstod som et selskab med tilknytning til den tidligere ejer, mens formålet blev ændret således, at selskabet ikke længere var et driftsselskab men i stedet et finansielt selskab. Grunden til at selskabet blev omdannet til et finansielt selskab skyldtes, at køberen skulle give det indtryk til den omkringliggende verden, at selskabet fortsat drev virksomhed. I de fleste tilfælde gav køberen indtryk af, at selskabet investerede i leasingaktiver mv.

Der gik en årrække inden skattemyndighederne opdagede, at et større antal selskaber var blevet tømt på deres bekostning. Det var først da Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, som i stigende omfang måtte tvangslikvidere selskaber, som ikke overholdt regnskabsmæssige krav mv., blev opmærksom på, at selskaberne blev tømt for midler, at politikerne og skattemyndighederne tog affære. Politisk blev der lovgivet således, at selskabstømning stoppedes endeligt pr. 1. juli 1994.²³ Skattemyndighederne, som ikke kunne inddrive skattegælden på traditionel vis, fordi overskudsselskaberne var tømt, anlagde en lang række erstatningssager ved domstolene. Køberne af overskudsselskaberne havde i mange tilfælde forladt landet, og i andre tilfælde var der ingen midler at inddrive hos de pågældende.

Skattemyndighederne var derfor nødt til at undersøge, hvilke muligheder der var for at placere ansvaret hos sælgerne og disses rådgi-

23 Dette skete ved gennemførelse af den såkaldte *selskabstømmer-pakke*. L. 234. Selskabstømningen i U.2006.145H, fandt dog sted efter denne dato jf. nedenfor.

vere. Skattemyndighederne var bevidst om, at sælger i modsætning til køber, som regel stadig var i landet og fortsat var likvid. Desuden benyttede sælgerne som regel også en række rådgivere, der ligeledes kunne inddrages i sagerne samt eventuelt ligeledes gøres ansvarlige.

Selskabstømmersagerne angår således alle spørgsmålet om, hvorledes erstatningsansvaret for skattevæsenets tab kan placeres. Placeringen af et sådant ansvar kan enten støttes på den almindelige erstatningsregel eller på speciel hjemmel, f.eks. selvfinansieringsforbuddet. Da sagerne i større eller mindre omfang alle indeholdt selvfinansierende elementer, lod Højesteret i mange tilfælde denne regel danne grundlag for placeringen af ansvaret. I det følgende skal erstatningsspørgsmålet kun behandles i meget begrænset udstrækning, idet fokus rettes mod de i sagerne anvendte finansielle transaktioner.

3.2. De finansielle transaktioner

Udgangspunktet ved køb og salg af virksomhed er, at dispositionsrettens overgang og betalingssummens erlæggelse foregår samtidig. Derved undgår både sælger og køber nemlig risikoen for, at modparten handler uhensigtsmæssigt.²⁴ Overgangen af de forskellige ydelser er derfor ofte aftalt således, at ydelserne er gensidigt betinget af hinanden og sker simultant.

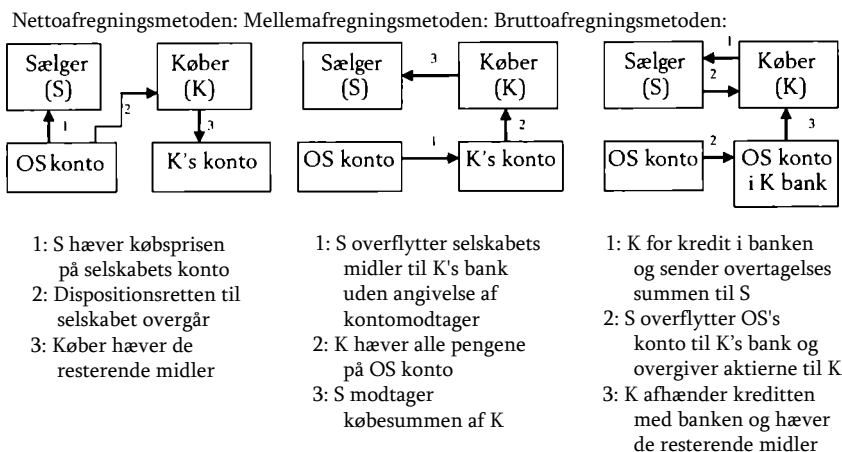
De finansieringsmodeller, der blev anvendt i selskabstømmersagerne i perioden fra 1987 til 1994, kan groft opdeles i tre forskellige finansieringsformer:²⁵

1. Nettoafregningsmetoden
2. Mellemformafregningsmetoden
3. Bruttoafregningsmetoden

Hvoraf kun den tredje metode har karakter af en egentlig gensidig betinget aftale, hvor ydelserne aflægges samtidig. Sagerne kan illustreres således:

24 F.eks. kunne sælger risikere *ikke* at modtage købesummen, hvis denne overlod dispositionsretten til selskabet inden købesummen var betalt og omvendt.

25 Told- og Skattestyrelsen har på baggrund af en undersøgelse skønnet at fordelingen af sagerne ser således ud: Bruttoafregningssager: 58 %, Mellemformsager: 35 % og nettoafregningssager: 7 % jf. *Friis Hansen & Engsig Sørensen*. NTS 2002:3, side 352.



De tre skitserede finansieringsmetoder forefindes i et utal af variationer, og illustrationen viser hovedlinierne i de tre fremgangsmåder.

3.3. Nettoafregningsmetoden

Nettoafregningsmetoden omhandler den situation, hvor sælger (moderselskabet) overfører overskudsselskabets likvide midler fratrukket købers provenu til sig selv. Det resterende beløb forbliver på overskudsselskabets konto (nettobeløbet), og dispositionsretten over selskabet overgår til køber. Køberen hæver efterfølgende de resterende midler, hvorefter selskabet er tømt. I nettoafregningsmodellen eksisterer der ikke noget gensidigt betinget forhold mellem køber og sælger, da sælger betaler den aftalte købesum til sig selv fra overskudsselskabets konto. Selskabet finansierer altså her sin egen overtagelse så direkte, som det kan tænkes muligt, idet køber slet ikke erlægger nogen købesum.

Sælgere der i strid med ASL § 115, stk. 2 overførte nettobeløbet til køber og dermed også lettet dennes finansiering af målselskabet, blev i sagerne gjort ansvarlige for skattevæsenets tab. Sælgerne tilpligtedes således efter ASL § 115, stk. 4 at tilbagebetale selskabet de midler, der uretmæssigt blev disponeret over. Ligeledes blev køberne gjort ansvarlige for de midler, disse fik til rådighed efter ASL § 115, stk. 2 og skulle tillige tilbageføre midlerne til selskabet jf. ASL § 115, stk. 4. I tilfælde hvor køber ikke kunne tilbagebetale disse midler, hæftede sælger herfor jf. ASL § 115, stk. 5.²⁶

²⁶ Jf. U.2000.2003H (Dudi).

Det afgørende for sælgers ansvar var i disse sager, at denne bevist havde taget en overpris for selskabet i forhold til dets reelle værdi. Havde sælger slanket selskabet så dets egenkapital var lig den skattemæssige værdi fratrukket gælden til skattevæsenet og derefter godtroende solgt det videre til en tredjepart, er det svært at forestille sig, at denne sælger ville have været erstatningsansvarlig.²⁷

3.4. Mellemformafregningsmetoden

Mellemformafregningsmodellen betegner den situation, hvor sælger stillede overskudsselskabets midler til rådighed, før købesummen var betalt. Sælger modtog således ikke midler fra selskabet, som tilfældet var ved nettometoden. Ofte overførtes selskabets midler direkte til købers konto i dennes bank eller til dennes rådgivers klientkonto, uden videre angivelse af kontohaver. Dermed kunne køber benytte midlerne til at betale købesummen eller bruge midlerne til at stille sikkerhed for lån optaget til finansiering af overtagelsen. Sælger har herved handlet på en sådan måde, at det har været muligt for køber at råde over selskabets midler, endnu før købesummen var erlagt.

Selvom sælgeren ikke modtog midler direkte fra selskabet, var dispositionen dog alligevel omfattet af ASL § 115, stk. 2. Dette skyldtes, at transaktionerne i forbindelse med overførelsen af selskabets midler blev udført således, at køber benyttede midlerne fra målselskabet til at refinansiere et evt. lån optaget til at finansiere betalingen til sælgeren for. Det afgørende var, at sælger enten indsatte selskabets overskydende midler på købers konto eller på dennes rådgivers klientkonto i forbindelse med salget af selskabet.

Sælgere, der havde deltaget i mellemformafregningsoverdragelser havde således truffet eller opretholdt dispositioner i strid med ASL § 115, stk. 2., og er altså ansvarlige for selskabets tab efter ASL § 115, stk. 5. Ansvar efter ASL § 115, stk. 5 er objektivt, og sælger kunne derfor ikke påberåbe sig ansvarsfrihed.²⁸ Det er uden betydning for sælgers ansvar, om køber rent faktisk anvendte selskabets midler til at finansiere overdragelsen, eller om denne selv var i besiddelse af de

²⁷ Jf dog *Gomard* (2002) som nævner at culpabetingelsen til bedømmelse af sælgers ansvar i selskabstømmersager er skærpet. Se siderne 51 ff. Især side 52 og 53.

²⁸ Dog må der være ansvarsfrihed hvis de omtalte dispositioner og instrukser ikke kan tilregnes køber jf. U.2000.23H (Strandbjerg Vinimport). Har sælger derimod givet rådgiver bemyndigelse til at fortage de foreliggende transaktioner vil køber stadig være erstatningsansvarlig jf. U.2001.1730H (Vejle 3).

nødvendige midler til at finansiere overtagelsen med. Dette gælder dog kun så længe, at sælger stiller selskabets midler til rådighed for køber i dennes bank.²⁹ Sælger hæfter ikke i de tilfælde, hvor købers bank i strid med sælgers instruks, overfører selskabets midler til købers konto.³⁰ Ligeledes hæfter sælger af denne grund heller ikke i de tilfælde, hvor køber i strid med sandheden oplyste, at den konto sælger skal overføre selskabets midler til, er selskabets egen nye konto.³¹

Da netto- og mellemafregningsmetoden begge indebærer åbenlys selvfinansiering, idet målselskabernes midler stilles til rådighed i forbindelse med overtagelsen og inden købesummen erlægges, vil disse sager ikke blive underkastet nærmere studier. I det følgende skal fokus således rettes på bruttosagerne, da bruttometoden indebærer en finansieringsmetode, der udfordrer selvfinansieringsforbuddet og dermed kan bidrage til forståelsen af forbuddets rækkevidde.

3.5. Bruttoafregningsmetoden

Bruttoafregningsmetoden er kendetegnet ved, at den benyttede finansieringsmodel er gensidigt betinget, og at transaktionerne sker nærmest simultant. I praksis overførte køber købesummen til sælger på den betingelse, at sælger straks herefter overførte selskabets midler til en ny konto i selskabets navn - i købers pengeinstitut. Samtidig hermed transporteredes aktierne eller anparterne til køber. Derefter anmeldte køber sin tegningsret hos E&S, hvilket medførte, at denne efterfølgende kunne disponere fuldt legalt over selskabet og dets midler.³²

Teknisk blev transaktionerne administreret gennem Nationalbankens clearingsystem, som bl.a. betyder at sælger borteliminerer bankens risiko ved udlånet til køber, da modtagerbanken først kan overflytte det indsatte beløb til sælger, når Nationalbanken har modtaget den korrekte modydelse fra sælgeren.³³

29 Jf. U.1998.1172H (Pirchert).

30 Jf. U.2002.361H (Reinholdt Hansen).

31 Som eksempler på mellemformsager se: U.2001.634/2H (Staco-Teknik), U.2001.1730 H (Vejle 3) og den seneste offentliggjorte selskabstømmersag, U.2006.1068H (VT Holding).

32 Banken lader i bruttoafregningssagerne ikke køber få adgang til selskabets midler, før denne er tegningsberettiget modsat mellemafregningssagerne, hvor banken i nogle tilfælde accepterer, at køber disponerer over midlerne inden tegningsrettens overgang.

33 Se om Nationalbankens clearingsystem: Danmarks Nationalbanks: Betalingsformidling i Danmark (2005) side 93 ff.

Købers bank kunne altså uden problemer yde køber en kortvarig kredit, da den gensidige aftale mellem parterne indebar, at kreditfaciliteten først kunne trækkes af sælgers bank, når den korrekte modydelse præsteres - altså overflytningen af selskabets midler. Det skal kort bemærkes, at køber som regel ingen muligheder havde for at disponere over pengene på overskudsselskabets konto, før den midlertidige kredit til overtagelsessummen var tilbagebetalt.³⁴ På denne måde sikrede købers bank sig mod eventuelt misbrug fra køberens side.³⁵

Den første Højesteretsafgørelse i en selskabstømmersag blev afgivet i U.1997.364H:

Satair Holding A/S solgte overskudsselskabet ApS af 16.02.92 Hillerød (tidligere Sataircraft A/S) til Køberen Amfina A/S.

Finansieringen af købet var tilrettelagt således, at køberen indledningsvis fik stillet kreditfacilitet til rådighed af dennes bank. Herefter overførte køber betalingssummen til en konto i sælgerens bank. Sælgers bank overførte efterfølgende, som en del af den betingede aftale, hele målselskabets likvide beholdning til en i målselskabets navn nyoprettet konto i køberens bank. Målselskabets bankkonto flyttes altså til købers bank.

Det efterfølgende forløb foregik således, at købers bank, der havde ydet den midlertidige kredit til købers finansiering af overtagelsessummen, overførte et tilsvarende beløb fra den nyoprettede konto, således at den midlertidige kredit gik i nul. Denne overførsel skete efter instruks fra køber, hvorom sælger ikke var indblandet.

Banken debiterede købsbeløbet på 20,9 millioner kroner på den til formålet etablerede mellemregningskonto.³⁶ 16 minutter senere krediteredes kontoen med 24,5 millioner kroner. Transaktionen med valør samme dag blev altså konstrueret således, at køberen ikke behøvede at

34 Det er bl.a. nævnt i U.1997.364H (Satair), at banken kun modtog et gebyr på et par hundrede kroner for dette kreditmellemværende.

35 Måden hvorpå långiver borteliminerer sin risiko ved udlånet til køber, er specielt interessant i forhold til selvfinansieringsforbuddet. Køber, der ikke kan finansiere hele købet med egne midler, er nødsaget til at låne til erlæggelse af den resterende del af købesummen. Køberen der ofte ikke har andre aktiver, der kan stilles til sikkerhed for dette resterende lån, er derfor nødsaget til at have en långiver, der vil finansiere resten af overtagelsessummen uden, at der straks kan opnås egentlig sikkerhed herfor. Set i sammenhæng med selvfinansieringsforbuddet er det nærliggende at betragte situationen som omfattet, fordi målselskabets midler danner grundlag for overtagelsen. Mere herom i dette kapitels afsnit 5 og i kapitel 6.

36 Der skulle yderligere erlægges en million kroner, således at den samlede pris påløb 21,9 mio. kr. Dette beløb skulle erlægges på et senere tidspunkt.

trække en egentlig kredit i banken.³⁷ De 16 minutters interval mellem transaktionerne udgør så kort tid, at køberen kunne benytte selskabets midler til at betale sælgeren med. Reelt betaltes målselskabet således med dets egne midler.

Dommen fastslår, at sælgeren ikke havde overtrådt selvfinansieringsforbuddet, fordi udelukkende køberen og ikke sælgeren havde opretholdt den ulovlige disposition.³⁸ Sælgeren blev dog alligevel ansvarlig efter de almindelige erstatningsregler, idet sælgeren burde have indset, at der ved dispositionen forelå en ikke ubetydelig risiko for at selskabet efterfølgende ville undergå selvfinansiering. Højesteret lagde ydermere vægt på, at sælgeren *“gjorde ikke noget reelt for at afværge skattevæsenets risiko”*.

Omtrent den samme konstruktion anvendtes i U.2000.365H, hvor højesteret ligeledes konstaterede, at der forelå ulovlig selvfinansiering.³⁹

“I overensstemmelse med (...) instruks (...) blev købesummen for overskudsselskabet af købers bank den 10. oktober 1991 trukket på køberselskabets konto og via nationalbanken overført til sælgers pengeinstitut. Denne overførsel var betinget af at sælgers pengeinstitut samme dag via Nationalbanken overførte overskudsselskabets pengebeholdning til banken. Efter modtagelse af denne pengebeholdning og indsættelse heraf på en konto i overskudsselskabets naim blev trækket på køberselskabets konto til betaling af købesummen (...) samme dag udlignet ved overførsel fra overskudsselskabets konto. Højesteret tiltræder herefter, at købet af selskabet blev finansieret af dettes egne midler, og at forbuddet mod selvfinansiering i den dagældende anpartsselskabslovs § 84, stk. 2 (nu § 49, stk. 2) herved blev overtrådt af køber.”

Herefter konstaterede Højesteret, at begge indstævnte parter; købers bank - BG Bank og sælger - Else Thrane med rådgivere, har en del af ansvaret for den ulovlige selvfinansiering, samt at BG bank intet gjorde for at *“afværge den heraf følgende risiko for tilsidesættelse af skattevæsenets interesser...”* Som begrundelse for Else Thranes ansvar udtaler Højesteret at: *“Else Thrane og hendes rådgivere måtte indse, at der ved salget af overskudsselskabet bestod en ikke ubetydelig risiko for, at den latente skattebyrde ikke ville kunne udskydes eller elimineres, og at risikoen herfor og for tab for skattevæsenet ville være særlig stor, hvis købesummen for overskudsselskabet blev betalt med dettes egne midler.”*

37 Det fremgår af sagen at banken har taget et mindre gebyr for at gennemføre transaktionen, hvilket taler for at der ikke var tale om en egentlig kredit.

38 Jf. Gomard i R&R.1997 nr. 3, side 9.

39 U.2000.365H (Thrane).

Bankens erstatning bliver fastsat væsentligt lavere end Else Thranes. I denne sag er det ligeledes klart, at køber har overtrådt selvfinansieringsforbuddet, hvorimod sælger går fri af bestemmelsen. Dansk rets almindelige erstatningsregler danner imidlertid grundlag for sælgers ansvar.

Retspraksis indeholder en del sager, hvor præcis samme brutto-fremgangsmåde anvendes.⁴⁰ I Carlo Schultz-sagen er omstændigheder derimod noget anderledes, selvom sagen absolut må betegnes som en bruttoafregningssag.⁴¹ Sælgeren (sagsøgte) Assurance Agentur A/S afhændede overskudsselskabet (sagsøger) United 310892 ApS (tidligere Assurance Agentur ApS) til køberen United Danish Properties ApS. Det var aftalt mellem køber og sælger, at anpartsoverdragelsen skulle finde sted den 1. september 1992. Købssummen blev fastsat til et beløb svarende til 65 % af den udskudte skat samt 100 % af egenkapitalen. Det foreløbige overtagelsesbeløb skulle estimeres på overtagelsesdagen, mens den nøjagtige størrelse af købesummen endelig skulle fastsættes på grundlag af selskabets revisors senere opgørelse. Købsprisen på overtagelsesdagen blev anslået til 6.230.000 kr. Dette beløb overførte køber til sælger den 5. oktober 1992. Sælger oprettede samme dag en ny konto i overskudsselskabets navn i købers bank og indsatte i forbindelse hermed 7.000.000 kr. De to transaktioner foregik som gensidigt betingede transaktioner mellem køber og sælgers bank og kørte over Nationalbankens clearingsystem. Dette minder om den sædvanligt anvendte konstruktion i bruttosagerne.

Køber, som herefter står som ejer af overskudsselskabet, overflytter den 23. oktober 1992 hele overskudsselskabets konto på 7.590.056 kr. til sin egen konto, hvorefter overskudsselskabets konto slettes. Overskudsselskabets revisor fastsatte efter nogen tid den endelige købesum og den 7. september 1993 indbetalte køber 3.789.602 kr. til sælger under forudsætning af, at der fra overskudsselskabet blev overført 4.036.649 kr. til købers egen konto. Kontooverførelsen skete den 8. september 1993. Samtidig hermed tilbagetransporteres et gældsbrev på 5.000.000 kr., som sælger oprindeligt selv havde indsat i overskudsselskabet.

Landsretten udtalte på baggrund af de beskrevne transaktioner følgende:

40 Heraf kan nævnes sagerne: U.2001.138H (Baark), U.2000.1332H (Bethien), U.2002.582H (Burchart Holding) samt TfS 2001.877H (SH Janus).

41 TfS 2002.1590.

"På denne baggrund og efter den sammenhæng, der består mellem transaktineme, må det - uanset den tidsmæssige udstrækning af forløbet - lægges til grund, at sagsøgte stillede H1 ApS (overskudsselskabets) midler til rådighed for køberen i forbindelse med dennes erhvervelse af H1 selskabet, hvilket var i strid med selvfinansieringsforbuddet i § 84, stk. 2, i den dagældende lov om anpartsselskaber." Selvom Carlo Schultz-sagen var en bruttoafregningssag, blev sælger således ansvarlig efter selvfinansieringsforbuddet.

Det afgørende er, at køber efter overtagelsen af selskabet, overflytter selskabets midler til en koncernkonto, hvilket i denne situation rettelig må betragtes som værende i strid med ASL § 115, stk. 2. Derimod synes det noget bemærkelsesværdigt, at sælger, ved at sende anden rate af de resterende midler til denne koncernkonto, stiller midler til rådighed og dermed omfattes af selvfinansieringsforbuddet. Især fordi transaktionen først finder sted et år efter overtagelsen, hvor overskudsselskabet for længst er blevet et datterselskab under det erhvervende selskab. Der kan altså ikke umiddelbart opstilles en tidsmæssig grænse for anvendelsen af et målselskabs midler til finansieringen af sin egen overtagelse. Det afgørende er, om der er sammenhæng mellem dispositionerne.

I kapitel 3 argumenteres for at efterfinansiering er lovlig, såfremt målselskabets midler udloddes eller på anden måde danner grundlag for overtagelsen i overensstemmelse med aktieselskabslovens specialbestemmelser. I Carlo Schultz-sagen overføres selskabets midler mellem parterne som direkte transaktioner uden at overholde aktieselskabslovens specialbestemmelser, hvilket rent formelt må betragtes som afgørende for dispositionernes manglende lovmæssighed.

En af de senest offentliggjorte selskabstømmersager er procuritas-sagen.⁴² Sagens parter var Told- og Skattestyrelsen mod Afviklings-selskabet af 1. juli 2000 A/S (tidl. Procuritas A/S). Sagen omhandlede Procuritas salg af overskudsselskabet Procuritas MBO Invest A/S (S) til EIC Shipping Holding A/S (H). Told og Skattestyrelsen gjorde gældende, at sagsøgte havde påført statskassen et tab på 11.840.381 kr. som følge af ansvarspådragende selskabstømning.

Den 30. december 1993 solgte aktionærerne i overskudsselskabet S aktierne i selskabet til et selskab K. Forinden havde aktionærerne i S overdraget de porteføljeaktier, der var i S til sig selv, således at selskabet udelukkende bestod af en egenkapital på 40,2 mio. kr. samt

⁴² U.2006.145H.

en skattegæld på 12,9 mio. kr. Samme dag videresolgte K aktierne i S til H for en købesum på 46,7 mio. kr., svarende til S' egenkapital med et tillæg på halvdelen af S' skyldig skat.

Aktionærerne i holdingselskabet H var også aktionærer i overskudsselskabet S. H finansierede overtagelsen med et lån fra ING Lease Structured Finance, der indsatte overtagelsessummen på K's konto under forudsætning af, at overskudsselskabets konto indeholdt 53 mio. kr. Samme dag afholdte S ekstraordinær generalforsamling, hvor en ny ledelse blev indsat. Selskabet skiftede navn, ligesom en ny revisor tiltrådte. Fire dage senere den 3. januar afholdte S ordinær generalforsamling, hvor det blev besluttet at udlodde udbytte på 42,2 mio. kr. samt at nedsætte egenkapitalen med 5 mio. kr. Samme dag godkendte långiver, som havde pant i aktierne, generalforsamlingens beslutninger. Det vedtagne udbytte blev udloddet samme dag til H, som benyttede en del af disse til at betale banklånet tilbage. Med henblik på at eliminere skattegælden i S, investerede S sammen med et indkøbt datterselskab i nogle skibsanparter i bl.a. K/S Freja Islandia med de resterende midler i selskabet.

Landsskatteretten havde i 1997 imidlertid afgjort at: *"Anpartsselskabets deltagelse i K/S Freja Islandia ikke kan tillægges skattemæssig betydning, idet retten lægger til grund, at der er tale om et arrangement uden reelt indhold"*.

Skatteministeriet argumenterede på denne baggrund for, at udbytteudlodningen måtte betragtes som ulovlig selvfinansiering, og at udlodningen i øvrigt var uforsvarlig jf. aktieselskabslovens § 110, stk. 3, da overskudsselskabet ved udlodningen var blevet tømt til skade for skattevæsenet. Højesteret fandt på baggrund af det ovenfor anførte, at en planlagt efterfinansiering igennem udbytte ikke var ulovlig og udtalte følgende: *"Hverken aktieselskabslovens ordlyd eller forarbejder giver fornødent holdepunkt for at antage, at en sådan planlagt efterfinansiering med frie midler, der udloddes i overensstemmelse med aktieselskabslovens § 110, indebærer en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering i lovens § 115, stk. 2."*

Højesteret lagde altså her kraftig afstand til den argumentation, der blev lagt til grund af selv samme ret i sagen U.2000.2003H. I denne sag blev der af Højesteret ligeledes henvist til forarbejderne, altså forarbejderne til 1982-ændringsloven, der nævner, at selvfinansieringsforbuddet omfatter *enhver finansiering* jf. kapitel 3, afsnit 3.3

Højesteret fandt altså ikke fornødent grundlag for at gøre sælger ansvarlig overfor skattevæsnet, hverken efter ASL §§ 115, stk. 2 eller 110, stk. 3. Sagsøgte var derfor at frifinde.

Hermed bekræftes endnu engang at efterfinansiering, i form af eksempelvis udbytte, ikke gør en overtagelseskonstruktion i strid med selvfinansieringsforbuddet, fordi specialreglerne har forrang for selvfinansieringsforbuddet.

De finansielle transaktioner, der er blevet aftalt mellem køber og sælger i Procuritas-sagen, har en vis lighed med de tidligere bruttoselskabstømmersager. Lighederne er, at der sælges et overskudsselskab til en overkurs svarende til 50 % af skattegælden. Køber skal bruge overskudsselskabet til at eliminere skat, hvilket heller ikke lykkedes for køber. Skattemyndigheden, som også i denne sag er eneste kreditor, lider et tab de ikke kan få dækket i overskudsselskabet, fordi selskabets likvide beholdning er tømt. Desuden betaler selskabets egne midler i realiteten for overtagelsen igennem nøje planlagte transaktioner. Denne selskabstømning har endda fundet sted efter, man ved lovændring har forsøgt at imødegå selskabstømningsproblemet. Det kan derfor ikke udelukkes på baggrund af denne dom, at skattemyndigheden også i fremtiden kan blive "sorteper" i yderligere selskabstømningssager. I hvert fald kan selvfinansieringsforbuddet ikke sikre mod, at selskabstømning til skade for skattemyndighederne også vil kunne forekomme fremover.

Forskellen mellem Procuritas-sagen og de øvrige bruttosager er, at køberen af overskudsselskabet i denne sag kan opnå en egentlig kredit hos en tredjepart, som er villig til at vente på en indfrielse, indtil der kan udloddes udbytte og foretages kapitalnedsættelse i det købte selskab.

I denne sag forsvinder køber ikke med alle selskabets midler umiddelbart efter overtagelsen. Der betales kun udbytte af de frie reserver, ligesom reglerne om kapitalnedsættelse overholdes. Endvidere kunne køber dokumentere overfor sælger, at han investerede i aktiver, der var afskrivningsberettigede. Selvom det viste sig, at arrangementet var uden reelt indhold, blev hverken sælger eller køber gjort ansvarlige. Alene af denne grund findes sagen bemærkelsesværdig.

3.6. Selskabstømmersagerne set i lyset af selvfinansieringsforbuddet

I langt de fleste selskabstømmersager blev selvfinansieringsforbuddet overtrådt. Selve overtrædelsen af forbuddet er ikke vanskelig at fastslå

i netto- og mellemformsagerne, da målselskabets midler overførtes direkte til køberen, inden denne reelt havde erhvervet selskabet.

I de lidt mere snedigt udførte bruttosager blev transaktionen tilrettelagt således at udelukkende køberen blev ansvarlig efter selvfinansieringsforbuddet, fordi sælgeren ikke havde taget initiativ til eller deltaget i de ulovlige dispositioner. Det var således ikke sælger, der lod målselskabets midler stå til rådighed for køberen, men derimod køberen der benyttede målselskabets midler i selvfinansieringsøjemed. Det afgørende i bruttosagerne var, at køberen benyttede de midler, der befandt sig på målselskabets konto til at betale af på den kredit, købers bank havde ydet i forbindelse med overtagelsen. Det har ingen betydning for forholdet, at der forløber et (længere) stykke tid mellem dispositionerne forudsat, at der er sammenhæng mellem dispositionerne.

Det afgørende er, at kreditorerne lider et tab, som følge af de dispositioner køber foretager, efter at have erlagt købssummen, og i forlængelse af erhvervelsen af selskabet. Dette skal ses i sammenhæng med, at målselskabets midler ikke udtages af selskabet som foreskrevet efter specialbestemmelserne i aktieselskabsloven.

Resultatet i disse sager virker ganske rimeligt, da formålet med købernes erhvervelse af et overskudsselskab åbenlyst har været at score en nem gevinst ved at trække midlerne ud af selskabet, således at kreditorerne lider et tab. Hvis et selskab derimod overholder udbyttereglerne ved udelukkende at lade målselskabet betale udbytte indenfor grænserne af disse regler, finder selvfinansieringsforbuddet ikke anvendelse. Dette er i overensstemmelse med konklusionen i kapitel 3 og understøttes yderligere af dommen i Procuritas-sagen, hvor overtagelsen af et overskudsselskab, som medførte, at kreditorerne i selskabet led et tab, ikke fandtes at være i strid med ASL § 115, stk. 2. Denne sag er den første i dansk retshistorie, hvor et overskudsselskab er overtaget, og hvor kreditorerne lider et tab som følge heraf, men hvor selvfinansieringsforbuddet ikke er overtrådt.

På baggrund af praksis omkring selskabstømmersagerne kan det således konkluderes at overtagelser, hvor målselskabets midler udloddes udenom aktieselskabslovens øvrige kapitalregler, og som har den følgevirkning at kreditorerne i selskabet lider et tab, er i strid med selvfinansieringsforbuddet.

4. Finansieringen af TDC- og ISS-overtagelserne

4.1. TDC-overtagelsen

Overtagelsen af ISS i foråret 2004, samt overtagelsen af TDC i efteråret 2005, skete begge efter LBO-fremgangsmåden. Nedenfor skal finansieringsstrukturen i de to sager beskrives, idet der tages udgangspunkt i TDC-overtagelsen.

Inden overtagelsen og fremsættelsen af det offentlige købstilbud på TDC, opretter de fem Kapitalfonde fem danske anpartsselskaber. Disse selskaber indgår i en koncern, som beskrevet i kapitel 2.1 det øverste selskab *Topco* indskyder kapitalfondene deres egenkapitalbidrag til erhvervelsen af målselskabet.⁴³ Bidraget er på 16.2 mia. kr. Det andet selskab i holdingstrukturen er et administrationsselskab og indvirker ikke finansielt i overtagelsen. Det tredje selskab *PIKCo* benyttes i første finansieringsrunde til at placere de Payment in kind lånefaciliteter, der har samme karakter som egenkapital forstået således, at det er “dyre” lån, der er behæftet med stor usikkerhed og samtidig ikke skal indgå i debt pushdown transaktionen.⁴⁴ Disse PIK-lån udgør DKK 2.6 mia. af den samlede overtagelsesfinansiering. Efter *PIKCo* følger *Midco*, som er det selskab, der optager seniorfaciliteterne og bridgefaciliteterne.⁴⁵ Seniorlåneaftalen er konstrueret som en dobbelteksponeret låneaftale dvs. en låneaftale, hvor lånet ydes i to rater. Den første del af lånet ydes til erhvervelse af aktierne i målselskabet og den sidste del til finansieringen af udbytte fra TDC til de førnævnte holdingselskaber, således at debt pushdown transaktionen kan gennemføres.

Den første del af eksponeringen er opdelt i følgende tre trancher (1A, 1B og 1C), som er fordelt således:

SenioHån	EURO
AI tranche	2.100.000.000
BI tranche	2.850.000.000
CI tranche	2.850.000.000
A Cash bridge	1.100.000.000
Revolving	700.000.000
I alt	9.600.000.000

43 Navnet *Topco* benyttes her. Det officielle navn på selskabet var: *Nordic Telephone Company Investment Aps.*

44 Officielt navn: *Nordic Telephone Company Finance Aps.*

45 Officielt navn: *Nordic Telephone Company Holding Aps.*

Den anden del af eksponeringen sker med samme beløb og benævnes som henholdsvis A2, B2 og C2 - samt en B Cash bridge. Denne anden del af aftalen indtræder TDC i efter overtagelsen.

Udover den dobbelteksponerede seniorlåneaftale ydes lån i form af en bridgefacilitet, der udgør 14,8 mia. kr. Denne facilitet er ikke dobbelteksponeret som senioraftalen, men er en midlertidig facilitet, som i modsætning til seniorfaciliteten ikke skal føres ned i TDC. Derimod skal bridgefaciliteten forblive som lån i selskabet *Midco*.

Det er inden overtagelsen planlagt at denne bridgefacilitet hurtigst muligt efter overtagelsen, skal refinansieres ved *Midco's* udstedelse af high yield bonds ("junk bonds"). Den hurtige refinansiering begrundes med de betydelige omkostninger, der er forbundet med optagelse af bridge-lån.

De samlede låneomkostninger udgør 3.9 mia. kr.⁴⁶ Låneaftalerne er dateret d. 30. november 2005.

Det sidste selskab i finansieringsstrukturen benævnes *Bidco*.⁴⁷ Dette selskab tilføres den samlede finansiering fra de øvrige selskaber i form af et egenkapitalindskud på i alt: ca. 67 mia. kr. *Bidco* anvender ca. 67 mia. kr. til indløsningen af de eksisterende aktionærer. På trods af ihærdige forsøg på at erhverve samtlige aktier, lykkedes det imidlertid kun *Bidco* at erhverve 88,2 % af aktierne i TDC, hvilket ikke er tilstrækkeligt til at kræve de resterende aktionærer tvangsindløst.⁴⁸

Selve overtagelsen begynder ved at *Bidco* den 2. december 2005 (Nordic Telephone Company Aps) fremsætter et offentligt købstilbud på aktierne i TDC. Tilbuddet lyder på 382 kr. pr. aktie og 191 kr. pr. American Depositary share (*Vi* aktie), hvilket betyder en samlet pris på 75,7 mia. kr. for 100 % af selskabets aktier. Tilbudsfristen udløber første gang den 12. december 2005, men bliver forlænget til den 20. januar 2006. På denne dato har *Bidco* opnået en ejerandel på 88,2 % af aktierne og selskabet har således erhvervet aktier for 66,8 mia. kr. Udover fremsendelsen af købstilbuddet til aktionærerne tilbød de

46 Långiverne er følgende banker: Barclays Capital, Credit Suisse First Boston International, Deutsche Bank AG, London Branch, J.P. Morgan plc og The Royal Bank Of Scotland plc. Efterfølgende skal lånene der ydes af disse banker syndikeres.

47 Officielt navn: *Nordic Telephone Company Aps*.

48 Hjemlen til at tvangsindløse minoritetsaktionærer findes i ASL § 20 b. Særlige regler herom kan ligeledes være foreskrevet i et selskabs vedtægter. Hovedreglen er at en aktionær der ejer mere end ni tiendedele af et selskabs aktier og stemmer kan fordre minoritetsaktionærerne tvangsindløst.

erhvervende kapitalfonde gennem *Bidco* at tilbagekøbe TDCs udestående erhvervsobligationer til dagskurs.⁴⁹

Da det ikke lykkedes for *Bidco* at opnå erhvervelse af over 90 % af aktiekapitalen, og det således indtil videre ikke har været muligt at tvangsindløse de resterende mindretalsaktionærer, er der ikke trukket så meget på de forskellige lånefaciliteter som ellers ventet. Trækket på de forskellige lånefaciliteter i *Midco* til *Bidco* ser således ud:

Midco	DKK
Egenkapital	16.4
Seniorlån	38.4
Bridge	14.8
Låne omkostninger	-3.9
I alt	65.7 mia.

Bidco indkalder til ekstraordinær generalforsamling den 28. februar 2006. På denne generalforsamling indsættes en ny bestyrelse i TDC som bemyndiges til at udlodde ekstraordinært udbytte efter reglerne i ASL § 109a, stk. 1.

TDC havde pro denne dato ikke aktivt deltaget i finansieringen af overtagelsen, men den 3. marts 2006 tiltræder selskabet som låntager og garant for den anden del af den dobbelteksponerede seniorlåneaf-tale.⁵⁰

Den 20. marts 2006 tilbagekøber målselskabet 42,5 % af sine er-hvervsobligationer, som et led i købers refinansiering af selskabet.⁵¹ Prisen på disse erhvervsobligationer udgør samlet: 18,3 mia. kr. Til-bagekøbsbeløbet på 7,9 mia. kr. trækkes på den førnævnte, af TDC tiltrådte, seniorlåneaf-tale.

Den nye bestyrelse beslutter herefter at udbetale ekstraordinært ud-bytte pr. 11. april 2006 på 219,5 kr. pr. aktie svarende til 43,5 mia. kr. Heraf hentes nogle af midlerne fra TDCs egne kapitalbeholdninger på samlet 14,5 mia. kr. samt andre 30,3 mia. kr. fra det dobbelteksponerede seniorlån. TDCs reserver formindskes således betydeligt i forbindelse

49 Modsat ISS-opkøbet, hvor erhvervsobligationsinvestorerne ikke blev tilbudt indløs-ning.

50 Se TDC's kvartalsrapport fra 4. maj 2006 (fondsbørsmeddelelse 33-2006 på www.tdc.dk).

51 Jf. nedenfor afsnit 4.3.

med denne udbytteudlodning. Selskabets regnskab fra andet kvartal 2006 viste, at den likvide beholdning udgør 1,15 mia. kr. mod 8,8 mia. kr. før udlodningen. Beholdningen af værdipapirer udgjorde 0 kr. efter udbytteudlodningen mod 1,14 mia. kr. før. Den samlede egenkapital udgør således 44,86 mia. kr. før overtagelsen mod 1,46 mia. kr. efterfølgende. Den samlede reducereing lyder således på: 43,40 mia. kr.

Da Bidco som nævnt ejer 88,2 % af aktiekapitalen, udgør deres andel af dette udbytte 38,4 mia. kr. og mindretalsaktionærernes andel udgør 5,1 mia. kr. De 38,4 mia. kr. svarer nøjagtigt til seniorfaciliteten optaget af *Midco*, og det er således også denne facilitet, der refinansieres gennem udbyttet fra TDC til *Bidco* og videre som udbytte til *Midco*. Denne refinansiering af seniorlånet er det endelige skridt i det samlede debt pushdown-forløb.

Som det fremgår af ovenstående har de deltagende kapitalfonde i samarbejde med de deltagende långivere nøje tilrettelagt overtagelsesforløbet af TDC.

Igennem dette planlægnings- og forhandlingsarbejde skabes mulighed for at kapitalfondenes netop etablerede *single purpose vehicle* kan optage lån på samlet ca. 11,875 mia. Euro svarende til ca. 88,6 mia. kr., selvom selskabet kun har en anpartskapital på 125.000 kr.⁵² Disse lånefaciliteter er ikke betinget af, at kapitalfondene stiller sikkerhed eller kautionerer, men derimod på betingelse af at kapitalfondene indskyder deres egenkapital på 16,2 mia. kr., samt at lånefaciliteterne benyttes som finansiering til opkøbet af TDC A/S. Kapitalfondenes *single purpose vehicle* får imidlertid aldrig rådighed over midlerne i reel forstand, idet den samlede overtagelsessum tilrettelægges og udbetales af långiverne til aktionærerne. Det er ligeledes långiverne, der modtager aktierne, som de ved samme lejlighed sikrer sig pant i. Kapitalfondenes *single purpose vehicle* opnår stemmeret på de erhvervede aktier og opnår herigennem kontrol i målselskabet og kan herefter tilvejebringe udlodning af ekstraordinært udbytte. Långiverne administrerer udbyttetransaktionerne således, at långiverne kanalisere midlerne fra målselskabets konto videre til de af kapitalfondene etablerede holdingselskabers konti. Herefter overføres midlerne til modpostering på det udestående långiverne har med holdingselskaberne, således at der sker en nedskrivning af holdingselskabernes gæld til de pågældende långivere.

52 Disse udgør mindstekapitalkravet til et dansk anpartsselskab, jf. APSL § 1, stk. 3.

I praksis foregår denne cirkulære konstruktion tilsyneladende således, at den formelt udformede dobbelteksponeringsaftale reelt kun omfatter én transaktion, idet den anden del kun bogføres som en faktisk transaktion jf. følgende klausul i seniorlåneaftalen: *"The prepayment and reborrowing take place on the same day and, if there is a physical movement of cash rather than book entries, such amount reborrowed is held in accounts which are subject to Transaction Security created pursuant to the Transaction Security Documents on terms such that the only withdrawal permitted from the account is in payment of the relevant distribution to Bidco and ultimately towards application in prepayment of the Term Loans or, as the case may be, Revolving Facility Loans borrowed by the Company, or other arrangements satisfactory to the Facility Agent (acting reasonably) are put in place, in each case at the cost of the relevant Borrower".*⁵³

Denne klausul i seniorlåneaftalen tyder på, at der ikke sker faktiske kapitalstrømme i forbindelse med debt pushdown-dispositionen, hvilket bestyrkes af udtalelser fra branchefolk.

4.2. ISS-overtagelsen

I forbindelse med overtagelsen af ISS koncernen etableredes holdingselskabet PurusCo som *special purpose vehicle* af de to kapitalfonde EQT og Goldman Sachs Capital Partners (GSCP). Fondenes ejerforhold af PurusCo er henholdsvis 45 og 55 %. PurusCo overtog ISS A/S til en pris på ca. 23 mia. kr. Der blev anvendt stort set samme fremgangsmåde, som ved TDC overtagelsen. PurusCo optog forskellige lån til finansieringen herunder seniorlån og forskellige subordinerede lån herunder PIK og cash bridge faciliteter. Midlerne til finansieringen af overtagelsen fordelte sig således:⁵⁴

53 Senior facilities agreement, section 2 - The facilities, side 229, afsnit VIII. Aftalen kan findes på www.sec.gov.

54 Udover de her nævnte, er der også givet samtykke om yderligere seniorlån i form af "revolving credit facility" pålydende 1,750 mia. kr. samt "letter of credit facility, pålydende 500 mio. kr. samt "committed acquisition facility A", pålydende 1,750 mia. kr. Disse faciliteter optages i ISS Global og dets driftsselskaber som frie reserver. Nogle af midlerne benyttes til forskellige påløbende udgifter samt til opkøb af andre selskaber i en periode på 3 år fra overtagelsen.

4. Finansieringen af TDC- og ISS-overtageiserne

<u>Midco</u>	<u>DKK</u>
Senior term A-tranche:	2.000
Senior term B-tranche:	3.675
Cash Bridge:	2.380
Subordinated bridge facility:	6.567
PIK Bridge facility:	0.925
Cash Equity:	7.693
I alt	23.240 mia.

Denne kapital benyttes således:

<u>Samlet O mk.</u>	<u>DKK</u>
Køb af samtlige aktier i ISS A/S:	21.896
0 ptioner og warrants:	0.216
Estimerede omkostninger ved handlen:	0.872
<u>Cash over-funding:</u>	<u>0.256</u>
I alt:	23.240 mia.

Senior facilitet-långiverne opnår førsteprioritets panteret i ISS-aktiverne ved PurusCos erhvervelse af selskabet. Det må antages at den samlede låneaftale, som udfærdiget af den arrangerende bank, indeholder den samme dobbeltkontrakt som ved TDC-overtagelsen.⁵⁵ Det fremgår af et dokument fra 7. november 2005 om *ISS Holding A/S Financing arrangements*, at ISS A/S og det 100 % ejede datterselskab ISS Global A/S, efter overtagelsen indtræder som garant for seniorfaciliteterne optaget i PurusCo.⁵⁶ Herudover fordeles de pågældende seniorlån, med PurusCo og ISS Global som låntagere. Det er ydermere et krav fra långiverne, at der stilles yderligere garantier for den del af seniorfaciliteterne, der er placeret i ISS Global. Der stilles således krydsgarantier af visse af ISS koncernens driftsselskaber for disse seniorfaciliteter. ISS A/S stiller dog ikke sikkerhed overfor sit dattersel-

55 Dette dokument er ikke offentligt tilgængeligt, så finansieringskonstruktionen, beskrives ud fra de af PurusCo/ISS Holding offentliggjorte dokumenter. Disse var tidligere tilgængelige på www.iss.dk.

56 Press release: »ISS Holding A/S Announces Financing Arrangements», af 7. november 2005.

skab, ISS Global. Det fremgår endvidere, at de af datterselskaberne stillede garantier til enhver tid respekterer selskabsretlige regler om minimumskapital mv.

En del af seniorfaciliteterne udnyttes ikke i forbindelse med overtagelsen, men er stillet til rådighed for bl.a. ISS Global mv. til videreinvestering.

Efter closing/completion af PurusCos overtagelse af ISS den 29. marts 2005, omlægges kapitalstrukturen således, at finansieringsplanen kan fuldendes. EQT og GSCP refinansierer ikke de to serier ISS obligationer, og der opnås således en finansiell besparelse jf. nedenfor afsnit 4.3. Debt pushdown transaktionerne indledes den 26. august, altså knap fem måneder efter completion-datoen. Transaktionen sker ved udbytteudlodninger fra ISS Global A/S til ISS A/S og videre til PurusCo.⁵⁷ Igen den 30. september udloddes udbytte på tilsvarende vis. Dividende betalingerne udgør den 26. august: 4,34 mia. kr. og den 30. september: ca. 1,4 mia. kr., hvilket medfører en betydelig reduktion af egenkapitalen i det obligationsudstedende ISS Global. Netop denne reduktion i ISS Globals egenkapital udgør en del af S & P's begrundelse for at nedjustere obligationerne fra investment grade til junk status.

Udbytteudlodningen, sker ligesom i TDC for at foretage debt - pushdown af seniorgælden. Senere udbytteudlodninger benyttes til at servicere de high yield bonds, som ofte har refinansieret den dyre mezzanin kapital.

Der sker i forbindelse med overtagelsen eller kort tid derefter en refinansiering af seniorgælden således, at denne skubbes ned i ISS A/S og ISS Global A/S. Kontraktuelt er PurusCo bundet til at have hele seniorfinansieringen refinansieret pr. 31. august 2005.

ISS overtagelsen er altså struktureret ligesom TDC-omtagelsen med et refinansieringsprogram som indbefatter debt pushdown og som iværksættes umiddelbart efter overtagelsen.

4.3. Særligt om målselskabernes erhvervsobligationer

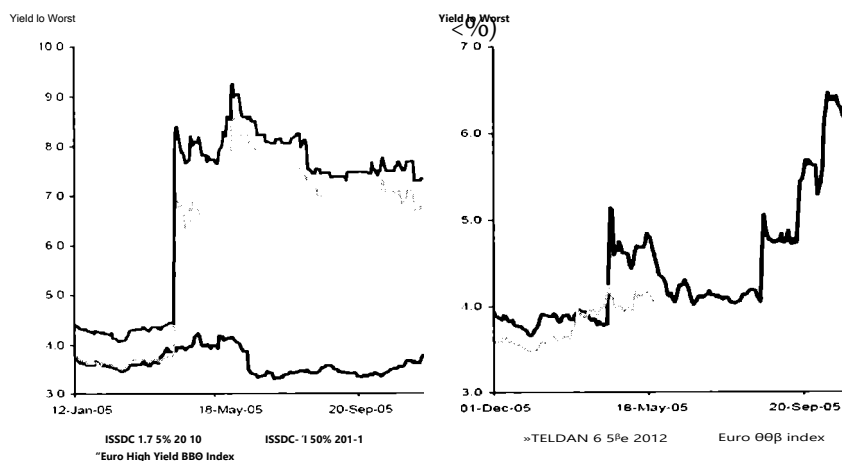
LBO-finansieringen ved overtagelsen af TDC og ISS rejser et særskilt spørgsmål omkring selskabernes erhvervsobligationer. Begge selskaber

⁵⁷ På dette tidspunkt har PurusCo ændret navn til ISS Holding. PurusCo benyttes dog konsekvent i denne bog.

havde på tidspunktet for kapitalfondenes købstilbud udestående erhvervsobligationer noteret i serier på autoriserede markedspladser.

ISS' EMTN-obligationslån med udløb i henholdsvis 2010 og 2014 og med en pålydende rente på henholdsvis 4 og 4,5 % blev udstedt i september 2003 og november 2004. Den sidste serie blev således udstedt fire måneder før overtagelsestilbuddet fra EQT og GSCP. Obligationerne havde en samlet cirkulerende kapital på 1350 mio. Euro, altså ca. 10 mia. kr. I perioden fra offentliggørelsen af PurusCo's overtagelse af ISS den 29. marts 2005 til den endelige bekræftelse af købet forelå den 16. maj 2005,⁵⁸ faldt kurserne fra henholdsvis 105 og 101 til 85 og 72 svarende til et kurstab på henholdsvis 127 mio. Euro og 111,8 mio. Euro. I danske kroner faldt obligationerne i perioden samlet 1,775 mia. svarende til et værdifald på 17,16 %.

Det voldsomme fald i obligationskursen skyldtes, at selskabets gæld forøgedes kraftigt, som følge af en LBO, samt at de erhvervende fonde ikke havde til hensigt at refinansiere obligationerne, hvilket øgede obligationernes risiko for default. Standard & Poor's nedjusterede som følge heraf obligationerne otte niveauer fra investmentgrade ratingen BBB+ til junk-bond-ratingen B.



Kurven til højre viser to ISS obligationer. Kurven til venstre viser en TDC obligation under rygtedannelserne vedrørende en foranstående LBO. Kurverne viser obligationskurs/yield.

Kilde: Datastream.

58 Denne dato offentliggjordes dokumentet; Financing structure in connection with the acquisition of the majority of the shares in ISS A/S. Dokumentet forefindes på: www.iss.dk.

Standard & Poor's havde begrundet sin oprindelige BBB+-ranking med, at obligationerne havde sikkerhed i ISS Globals finansielle aktiver samt, at obligationerne var placeret tæt på det cash flow, der skulle betale renterne og i sidste ende sikre obligationernes tilbagebetaling.

Som følge af kursfaldet på obligationerne, samt PurusCos forslag om at lade ISS koncernens datterselskaber krydsgarantere for lån optaget af PurusCo til at finansiere overtagelsen med, retter obligationsinvestorerne advokat Oluf Engell henvendelse til PurusCo med en trussel om sagsanlæg. Selv samme dag som Oluf Engells skrivelse er offentliggjort, udtaler *Werlauff* til Børsen: "*Det er yderst relevant at få afprøvet, om et selskab kan gøre dette gratis. ISS er den samme juridiske person, der gik ud med et prospekt og fik rated obligationerne, dengang de skulle sælges, og som nu foretager ændringer der går ud over ratingen.*"⁵⁹

Han påpeger endvidere, at der er tale om uberørt juridisk land, som det kunne være interessant at få udforsket. *Werlauff* fokuserer med denne udtalelse på om væsentlige ændringer i et selskabs kapitalstruktur, forholdsvis kort tid efter at selskabet har udstedt obligationer, kan danne grundlag for en erstatningsansvarssag. Fire dage efter udtaler lektor *Caspar Rose* til Børsen: "*Det er hul i hovedet at anlægge en sag. Det giver ingen mening, og det er spild af rettens tid.*"⁶⁰ og han fortsætter: "*De har en mærkelig dårlig sag, for det er den afkastprofil og risikoprofil, som disse mennesker selv har valgt. Så der er slet ikke noget at komme efter.*" *Caspar Rose* er af den opfattelse, at et kursfald ikke kan betragtes som et reelt tab og dermed ikke kan danne grundlag for en erstatningssag.

Den 31. maj forsvarede PurusCo, at selskabet ikke agter at refinansiere obligationerne ved en skrivelse fra selskabet advokat, Niels Heering. Her argumenteres bl.a. for, at PurusCo ikke overtræder loven, samt at obligationerne vil blive indløst som foreskrevet. Den 14. juni 2005 skriver advokat Oluf Engell tilbage: "*Although investors holding the Notes until maturity may not then suffer a loss, the immediate fact is that the structure of PurusCo's offer has resulted in a substantial fall in the price of the notes. This represents undisputedly an actual loss for the Noteholders.*"⁶¹

59 Børsen Finans, fredag den 27. maj 2005, side 32.

60 Børsen Finans, tirsdag den 31. maj 2005, side 25.

61 Offentliggjort dokument af 15. juni 2005 på www.iss.dk, kursiveringen er foretaget her.

Herudover beder Engell om en tilkendegivelse fra PurusCo om, at ISS Global samt dets datterselskaber ikke stiller nogen garantier for lån optaget af PurusCo. I en skrivelse fra den 17. juni 2005 tilkendegiver Heering at hverken ISS A/S, ISS Global A/S eller datterselskaber herunder stiller garanti for lån optaget af PurusCo. Brevkorrespondancen stopper her, og konflikten løses således udenretligt.

Afgørende for kursfaldet er, at der ikke er tilknyttet en *change of control* klausul til papirerne. En sådan kontraktklausul foreskriver, at ændring af ejerforholdene og kontrollen over det udstedende selskab medfører en pligt til at indfri det pågældende lån til en nærmere i aftalen angivet kurs. En simpel *change of control*-klausul kan eksempelvis være udformet således:

"Upon the occurrence of a change of control event each holder of notes may require us to repurchase all or portion of its notes at a price equal to 101 % of the principal amount of the notes plus accrued interest."

Havde en sådan klausul været påhæftet obligationerne, ville aktiekøberne være forpligtede til at indfri obligationerne, hvilket ville fordyre den samlede transaktion, idet finansieringen af overtagelsen ville være mere økonomisk byrdefuld for køberne.

Da rygterne om et LBO af TDC herskede fra april til oktober 2005 sivede kurserne på selskabets obligationer. Grunden til kursfaldet skyldtes investorernes frygt for at samme scenarium, som ved ISS-overtagelsen, ville udspille sig for TDC. Samtidig med offentliggørelsen af kapitalfondenes overtagelse af TDC, meddeltes markedet, at obligationerne tilbydes indfrielse. Denne erklæring bremsede faldet.⁶²

TDC havde udestående obligationslån i syv EMTN-serier udstedt fra juli 1998 til december 2004 med udløb i 2006 - 2012 for samlet 3 mia. Euro, svarende til 22 mia. kr. Ingen af obligationerne var beskyttet af *change of control*-klausuler, og der var således intet krav om refinansiering ved en takeover. Ved at lade obligationerne forblive upåvirket kunne kapitalfondene opnå en finansiell besparelse forstået på den måde, at obligationerne på BBB+-niveau var mindre rentekrævende end nyudstedelsen af high yield-bonds.

Alligevel blev obligationsinvestorerne tilbudt indløsning til kurs 100 muligvis til dels belært af den polemik, der opstod i forbindelse med ISS-obligationerne, men også fordi tilbagekøbsprogrammet pas-

62 Se herom *Kyhl & Grønkjær*. TDC casen set fra erhvervsobligationssynsvinklen, *Finans/Invest* nr. 5 (2006).

sede ind i TDC-overtagelsens samlede finansieringsstruktur. Alt andet lige betød refinansieringen af obligationerne, at kapitalfondene skulle hente mellem 1 og 2,6 mia. kr. mere på det finansielle marked, end det ellers havde været nødvendigt. Med tilbuddet om at indfri til kurs pari, begunstigedes imidlertid kun de lavere forrentede obligationer med en kurs under pari. De investorer, der var i besiddelse af obligationer med en højere kurs (og dermed en højere effektiv rente), valgte derfor ikke at lade sig indfri. Havde kapitalfondene således ønsket en fuldstændig refinansiering af TDC's obligationer, kunne indfrielsen være tilbudt til et bestemt kreditspænd/spread over statsobligationer eller *rente-swaps*. Samlet har obligationsinvestorerne, på trods af kapitalfondenes tilbagekøbstilbud, mistet ca. 1,6 mia. i kursværdi.

På baggrund heraf fremgår det, at erhvervsobligationer udstedt inden en selskabsovertagelse udgør en fordel for kapitalfonden, idet sådanne obligationer skaber en finansiell besparelse. Denne besparelse sker på bekostning af obligationsinvestorerne, som reelt har investeret i et finansielt aktiv med en bestemt (lav) risiko, men som pga. selskabsovertagelsen får en betydelig højere risiko uden samtidig at blive honoreret herfor.

Obligationer er massegældsbreve som defineret i Gældsbrevslovens § 4, stk. 2. De praktiske noteringsregler findes i samme lovs kapitel 5, som dog i det praktiske liv ikke har den store betydning, da noterede obligationer reguleres i værdipapirhandelsloven jf. lovens § 2, stk. 1 nr. 2.⁶³ Obligationer er gældsbreve, der ofte er enslydende, udstedt af låntagere til en bred mængde långivere. Låntager køber således en fordring på långiveren, som forpligter denne at tilbagebetale lånet på de i obligationen nærmere angivne vilkår. Et selskab kan udstede forskellige former for obligationer, herunder konvertible og udbyttegivende obligationer, som uagtet at disse har en del ligheder med aktier, dog altid er gældsbreve ligesom købere af sådanne papirer er kreditor. TDC- og ISS-obligationerne er derimod almindelige fastforrentede erhvervsobligationer, udstedt på baggrund af traditionelle stående lån.

Det er almindelig praksis at udstede de såkaldte subordinated bonds, hvilket på dansk skal forstås således, at obligationsinvestorer, der er i besiddelse af sådanne obligationer, efterstilles øvrige kreditorer i tilfælde af konkurs, idet de har accepteret at tiltræde en tilba-

63 Jf. endvidere *Lynge Andersen og Werlauff*. Kreditretten, 2005, specielt siderne 66 og 94.

getrædelseserklæring. I sådanne tilfælde har obligationsinvestorerne tilgodehavende karakter af ansvarlig lånekapital.⁶⁴

Dette er imidlertid ikke tilfældet for så vidt angår TDC og ISS obligationerne, og obligationsinvestorerne kan således gøre krav gældende som simple fordringer efter konkurslovens § 97 i tilfælde af konkurs. Netop retstilstanden ved konkurs er afgørende for det kursfald obligationerne udsættes for i forbindelse med overtagelsen af selskaberne, hvilket skal ses i sammenhæng med den øgede gearing, der er en konsekvens af overtagelsen.

Da obligationerne - og dermed lånebetingelserne - ikke specificerer, hvor mange reserver det udstedende selskab som minimum skal være i besiddelse af og eksempelvis ikke betinger en speciel S&P-ranking mv., kan obligationsinvestorerne ikke påberåbe sig en egentlig misligholdelse af aftalen. Ligeledes har de pågældende investorer specifikt valgt at investere i erhvervsobligationer, som har en højere rente, netop fordi sådanne obligationer er mere risikobehæftede end eksempelvis en dansk statsobligation. Investorerne må således påregne, at det udstedende selskabs likviditet kan variere. Hertil kommer at investorerne ikke har sikret en *change of control*-klausul i obligationslånsvilkårene.⁶⁵ Disse forhold taler alle for, at investorerne vil have svært ved at argumentere for, at de har lidt et egentligt tab i juridisk forstand. En erstatningssag rejst af obligationsinvestorerne på baggrund af overtagelsen af ISS (og TDC) må således antages at falde ud til kapitalfondenes fordel.

5. Finansieringsmæssige ligheder og forskelle

Ovenfor er de finansielle konstruktioner i tre forskellige overtagelsessager beskrevet. Boss-sagerne og selskabstømmersagerne udløste retssager, hvorved de ansvarlige blev dømt. Den tredje type "sager" er ikke egentlige retssager, om end kapitalfondenes finansiering indeholder væsentlige ligheder med de to første typer sager. Nedenfor skal de ligheder og forskelle i finansieringen af overtagelserne i de tre typer sager beskrives. På baggrund heraf skal det vurderes, hvorfor finansierings-fremgangsmåden i Boss og Selskabstømmersagerne indebar

⁶⁴ Jf. herom *Werlauff*. Ansvarlig lånekapital, U.1991B.413.

⁶⁵ Direktør for Københavns fondsbørs, *Jan Ovesen* udtaler i forbindelse med ISS-overtagelsen i Børsen den 27. maj 2005, at sådanne klausuler ikke er særlig udbredte på det danske obligationsmarked, og slet ikke et krav fra fondsbørsen.

ulovlig selvfinansiering samt hvorfor, kapitalfondenes fremgangsmåde tilsyneladende ikke indebærer ulovlige finansielle dispositioner.

Aktieselskabslovens selvfinansieringsforbud forbyder som tidligere beskrevet et selskab at yde finansieringsmedvirken til erhvervelse af aktier i selskabet. Fælles for de tre typer af overtagelsessager er, at målselskabets midler anvendes til finansiering af aktier i selskabet. I Boss-sagerne, som dog foregik før indførelsen af forbuddet, lod konsortiets deltagere sig indvælge i bestyrelsen for et selskab, som de endnu ikke havde købt aktierne i for på denne måde at stille selskabets midler til rådighed for selskabets egen finansiering af aktierne i selskabet. I selskabstømmersagerne benyttedes en konstruktion der direkte var i strid med selvfinansieringsforbuddet. Eksempelvis overførtes overskuddet i selskabet, fratrasket et provenu til sælgeren, direkte til køber, uden at denne i øvrigt skulle foretage sig videre end at optræde som formel ejer af det pågældende overskudsselskab. I andre af selskabstømmersagerne lader sælger målselskabets midler være til rådighed for køber inden denne har betalt for erhvervelsen. Endelig er der de såkaldte bruttosager, hvor transaktionen sker simultant, og hvor salget af selskabet er betinget af, at dele af selskabets midler overføres til sælger øjeblikket efter, at denne har overdraget selskabet til køber. I de nyere og snedigere kapitalfonds-overtagelser etableres en konstruktion, hvorefter målselskabet ikke aktivt inddrages før overtagelsen, men derimod bindes inden overtagelsen til at deltage i finansieringen straks efter at overtagelsen har fundet sted. På denne måde er det faktiske resultat, at målselskabet har finansieret sin egen overtagelse. Der er altså det lighedspunkt ved de tre overtagelsesfremgangsmåder, at erhverver enten ikke har midler nok, eller ikke ønsker at benytte "tilstrækkelige" midler til overtagelsen, hvorfor denne direkte eller indirekte tager forskud på målselskabets midler.

Netop benyttelsen af målselskabets midler i forbindelse med overtagelsen er sammen med visse andre faktorer medvirkende til, at køber er villig til at betale en overpris for målselskabet. Det gælder især i selskabstømmersagerne og ved kapitalfondenes overtagelser, men også Boss-deltagernes opkøb af Jørgen Suder A/S sker til en for Suder "fordelagtig" pris. Sådanne overpris-handler ydes i selskabstømmersagerne på bekostning af skattevæsenet og ved kapitalfondenes overtagelser til dels på bekostning af kreditorerne jf. ovenfor afsnit 4.3 om selskabernes erhvervsobligationer. I visse af Boss-sagerne står tilsidesættelsen af kreditorerne ligeledes centralt, da Boss-deltagernes dispositioner har

til formål at berige deres virksomhed til skade for kreditorerne og de øvrige aktionærer i DDB.

Med disse ligheder kan det umiddelbart synes mærkværdigt, at der ikke er ført sager i forbindelse med en kapitalfonds overtagelse af et dansk selskab, og at den finansiering, der sker i disse sager, tilsyneladende ikke anses for ulovlig. Inden der gives nogle bud herpå, er det imidlertid nødvendigt at klarlægge visse forhold ved kapitalfondenes overtagelser, som væsentligt afviger fra henholdsvis Boss og selskabstømmersagerne.

For det første er der en forskel i kapitalfondenes bevæggrunde for at opkøbe et givet målselskab i forhold til selskabstømmernes og Boss-deltagerne. Selskabstømmernes opkøbte selskaber uden nogen reel drift, og som udelukkende var i besiddelse af nogle likvider og en tilsvarende (skatte-) gæld. Selskaberne blev altså opkøbt for at opnå en hurtig engangs fortjeneste. Boss-deltagerne erhvervede Jørgen Suder A/S og DDB indirekte for disses egen midler, fordi Boss-deltagerne ikke havde tilstrækkelige midler til at erhverve dem på normal og legitim vis. Kapitalfondene har et andet rationale for selskabsopkøb. Fondene analyserer markedet, lægger strategier og udarbejder kalkuler for, om en given overtagelse er lønsom.⁶⁶ Der er således den lighed mellem kapitalfondenes opkøb og Boss-deltagerne, at opkøbet sker med fortsat drift for øje. I modsætning hertil sker selskabstømmingen for at tømme selskabet og herefter lade det ophøre.

En anden væsentlig forskel sagerne imellem er tilrettelæggelsen af finansieringen. Boss-deltagerne kan ikke tilvejebringe den fornødne finansiering til at erhverve selskaberne Jørgen Suder A/S og DDB A/S og forsøger derfor at benytte midlerne i selskaberne til at erhverve aktierne i de selv samme selskaber. I selskabstømmersagerne investerer køberne ikke nogen midler selv og målselskabernes midler er altså eneste kilde til finansieringen. I kapitalfondenes overtagelser indskydes et egenkapitalindskud sammen med fremmedfinansieringen, og ved hjælp af den dobbelte låneaftale skydes gælden senere ned i målselskabet ved hjælp af dept pushdown metoden. Selvom initialinvesteringen i form af kapitalfondenes egenkapital tilbagebetales løbende gennem udbytte og endeligt ved exit, påtager kapitalfondene sig en risiko i forbindelse med overtagelsen. Om end denne egenkapitalrisiko er forholdsvis begrænset, er den dog i modsætning til selskabstømmersagerne og Boss-sagerne medvirkende til, at overtagelsen ikke får den samme karakter

66 Se om bevæggrundene for kapitalfondenes overtagelser i kapitel 5.

af ulovlighed. Det er ikke mangel på midler, der tvinger kapitalfondene ud i overtagelser, hvor overvejende fremmedfinansiering benyttes.

En tredje forskel er, at kapitalfondene ikke direkte lader målselskabet tage del i finansieringen *før* completion/closing af overdragelsen. Det kan diskuteres om en dobbeltaftale, som benyttet i ISS og TDC-overtagelserne, reelt skaber samme resultat som, hvis målselskabet direkte havde stillet midler eller sikkerhed til rådighed, men i forhold til selvfinansieringsforbuddet har det betydning.

Endeligt - for det fjerde, er der forskel på den skade eller den ulempe, der påføres kreditorerne og minoritetsaktionærerne i de forskellige sager. I Boss-sagerne skabes en øget risiko for de øvrige aktionærer ved Boss-deltagernes egenrådige dispositioner. Også kreditorerne påføres en øget risiko, idet selskabet gældsættes yderligere. I selskabstømmersagerne taber kreditorerne alt som følge af transaktionerne. Ved kapitalfondenes selskabsovertagelser er det til gengæld vanskeligere at fastsætte i hvilket omfang, kreditorerne lider et tab. Minoritetsaktionærerne tvangsindløses som regel, men det er tvivlsomt om disse lider et tab, inden dette sker. Tilsvarende såfremt der ikke sker indløsning, hvis udbyttereglerne samt de andre kapitalregler i aktieselskabsloven i øvrigt overholdes. Med hensyn til kreditorerne synes det ligeledes tvivlsomt at konkludere, at disse lider et tab, som vil kunne danne grundlag for en erstatningssag jf. ovenfor under afsnit 4.3.

På trods af disse forskelle er det dog svært at anfægte det forhold, at det i alle sagerne i sidste ende er målselskabet der finansierer sin egen overtagelse, samt at dette i nogen udstrækning sker på bekostning af kreditorerne. Den mest betydelige forskel er den tidsmæssige udstrækning af målselskabets finansieringsmedvirken. Den direkte selvfinansiering, som anvendtes i Boss- og selskabstømmersagerne overfor den indirekte selvfinansiering, der sker i kapitalfondenes overtagelser. Det afgørende synes på denne baggrund at være, om målselskabets medfinansiering i øvrigt respekterer de covenants, der forpligter selskaber overfor dets kreditorer samt de selskabsretlige lovregler. Formålet og den reelle effekt af målselskabets deltagelse er altså ikke afgørende ved bedømmelsen af, om en overtagelse er i strid med ASL § 115, stk. 2. Det synes således afgørende, om den anvendte finansieringsstruktur medfører et tab for målselskabets kreditorer således at en given erstatningsudmåling kan støttes på selvfinansieringsforbuddet. Et kursfald i et selskabs obligationskurs er ikke tilstrækkeligt.

Økonomiske implikationer

1. Indledning

Et stigende antal danske virksomhedsovertagelser har kapitalfonde som købere, og antallet af danske LBO ventes fortsat at være højt de kommende år.¹ Det er nærliggende at fokusere på, hvilke rationaler disse fonde har, og hvorledes LBO påvirker de selskaber, der overtages samt samfundet i det hele taget. Disse spørgsmål skal behandles i det følgende og sluttelig skal de samlede konklusioner inddrages i en diskussion og vurdering af det danske selvfinansieringsforbud.

Når der afgives et offentligt købstilbud indebærer tilbuddet normalt, at aktierne i målselskabet købes til overkurs, hvilket har den effekt, at aktiekurserne allerede på offentliggørelsestidspunktet stiger markant.² Grunden til at kapitalfondene ofte betaler en overkurs for selskabet, afhænger af de konkrete omstændigheder ved hver enkelt buyout. Generelt kan der dog peges på visse gennemgående træk. Den første betingelse er, at selskabet skal kunne understøtte en øget gældsbyrde eller på anden måde være "finansierbar". Selskabet skal således enten ikke have særlig meget gæld i forvejen eller selskabet skal have betydelige reserver der kan benyttes til medfinansiering.³ Derudover er det ofte et krav fra långiverne, at målselskabet har et stort og stabilt cash flow. Jo mere solidt og konjunkturuafhængigt målselskabets cash flow er, desto billigere finansiering kan opnås. En stor

1 The Nordic Mid Market Report - A mergermarket report om industry sector views and expectations, juni 2006.

2 Forskellige empiriske undersøgelser af gevinster ved LBO'er er samlet i *Grinblatt & Titman* side 712 ff.

3 Dette var en af de afgørende grunde til at RJR Nabisco i 1989 blev betragtet som en meget attraktiv LBO-kandidat. Opkøbet er stadig en af de absolut største LBO nogensinde med en overtagelsespris på 180 mia. kr. Den største LBO til dato er den amerikanske kapitalfond Blackstones overtagelse af Equity Office i november 2006 for 208 mia. kr.

andel af langfristet gæld eventuelt i form af eksempelvis obligationer er ligeledes en fordel, såfremt disse ikke er beskyttet af beskyttelses-klausuler.⁴ Kapitalfonden skal herudover kunne se et større potentiale i selskabets fremtidige afkast end de eksisterende aktionærer/markedet hidtil har set, da aktiekursen og dermed selskabets værdi ellers vil være for høj til, at der kan realiseres en gevinst. En svag udvikling i et selskabs aktiekurs kombineret med et stærkt (undervurderet) vækst- eller indtjeningspotentiale er således et vigtigt fundament for et opkøb. Endelig betragtes en velfungerende ledelse også som en forudsætning, idet kapitalfondene ofte fortsætter den siddende ledelses strategi, dog som regel med mere kortsigtet fokus. Det ses ligeledes ofte, at kapitalfonde stiller krav om, at målselskabets ledelse også selv skal medvirke til finansieringen i et omfang, så ledelsen har et incitament til at optimere indsatsen i selskabet. Dette kan gøres således, at en del af en eventuel overtagelsesbonus betinges af, at midlerne benyttes til at investere i et optionsprogram, der etableres i selskabet.

2. Hvordan skabes værdi igennem LBO og får samfundet del heri?

Det kan synes mærkværdigt, at visse selskaber opkøbes på børsen til overkurs og geares betydeligt, hvorefter en gevinst kan opnås. Det, der især kan undre er, at selskabet ikke selv skifter egenkapital ud med fremmekapital, eller i øvrigt foretager dispositioner, som kan generere den tilsvarende gevinst uden at et ejerskifte er nødvendigt.

Spørgsmålet har været diskuteret i den erhvervsøkonomiske teori i snart flere årtier. Der er flere teser, der alle peger på forhold der generelt set forøger kapitalfondenes afkast igennem målselskabet i forhold til det afkast, selskabet genererede før overtagelsen.

I det følgende behandles fem teser, som forklarer, hvorledes et merafkast kan opnås som følge af LBO.⁵ Tese 1 går ud på at kapitalfondene kan opnå en skattebesparelse ved at stifte øget gæld i målselskabet - det såkaldte skatteskjold. Derudover, som tese 2, kan den siddende ledelse få øget incitament til at generere positive

4 Erhvervsobligationerne i ISS og TDC-overtagelser er behandlet i kapitel 4, afsnit 4.3.

5 Inddelingen i og afgrænsningen til fem teser er foretaget på baggrund af et bredt udsnit af finansieringsteoretisk- og anden erhvervsøkonomisk litteratur.

resultater efter en LBO af selskabet. Tese 3 diskuterer, om kursen på målselskabets aktier inden overtagelsen kan være undervurderet. Herefter behandles som tese 4 om gevinsten skabes på bekostning af kreditorerne. I forlængelse heraf går tese 5 ud på, at kapitalfondene kan se et potentiale som de eksisterende ejere ikke ser, og at fondene således forbedrer driften. Sluttelig peges på visse andre forhold som kan gøre konkrete overtagelser profitable, ligesom det diskuteres om LBO generelt set er gavnlige for samfundet. På baggrund heraf diskuteres i afsnit 3, om selvfinansieringsforbuddet set i dette lys sikrer samfundsmæssig efficiens.

2.1. Tese 1: Skatten elimineres (etableringen af et skatteskjold)

Når et selskab ændrer sin kapitalstruktur ved at forøge mængden af fremmedkapital, som det gøres i et LBO, er der både fordele og ulemper herved. Skatteskjoldet er en af de mere indlysende fordele, der er med til at øge selskabets værdi. Den øgede mængde fremmedkapital i målselskabet reducerer kapitalomkostningerne, idet renterne på fremmedkapitalen er fradragsberettiget.

Det teoretiske fundament for sammenhængen mellem kapitalstruktur og selskabets værdi blev skabt af *Modigliani & Miller* (M&M). M&M beviste, at et selskabs markedsværdi ikke afhænger af kapitalstrukturen.⁶ M&M præsenterede desuden "*weighted average cost of capital*" (WACC) som på dansk benævnes selskabets vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.⁷ WACC er uændret ved ændringer i kapitalstrukturen, da aktionærernes afkast stiger ved en øget gældsandel og omvendt falder ved en reducere af gældsandelen. Når et selskab øger sin gældsandel, stiger selskabets finansielle risiko, hvilket medfører, at aktionærerne kræver et højere afkast for at påtage sig den tilsvarende højere risiko. Indføres selskabsskatter i teoremerne burde kapitalstrukturen i stedet bestå af ren fremmedkapital (risikofri gæld), idet dette maksimerer skatteskjoldet.⁸ Værdien af det teoretiske og kapitaliserede skatteskjold er under disse antagelser den samme. Ind-

6 *Modigliani & Miller* (1958) s. 261-297. I artiklen fremføres at det derimod at de fremtidige pengestrømme fra selskabets igangsatte projekter, der er afgørende.

7 Ibid.

8 Ved risikofri gæld forstås, at selskabet til enhver tid og med sikkerhed er i stand til at honorere rentebetalingerne.

føres i stedet risikofyldt gæld vil det kapitaliserede skatteskjold være en aftagende funktion, da risikoen for selskabets insolvens stiger.⁹

Dermed kan der argumenteres for, at risikofyldt gæld gør skatteskjoldet mere usikkert end de rentebetalinger, det knytter sig til. Dette skyldes, at fradragsretten er knyttet til afkastet fra driften. I år, hvor driften ikke er tilstrækkelig til at udnytte fradragsretten, vil realisationsværdien af skatteskjoldet være formindsket eller helt tabt. Værdien af det kapitaliserede skatteskjold vil derfor altid være mindre end det teoretiske skatteskjold.¹⁰ Derudover påpeger *Parum* (2002), at mange selskabers *effektive* marginale selskabsskattesats er mindre end den *officielle* marginale selskabsskattesats.¹¹ Skatteskjoldet reducerer dog kun kapitalomkostningerne så længe forholdet mellem fremmedkapitalen og egenkapitalen ikke overstiger 4:1, hvilket skyldes, at fradragsretten bortfalder for den del af gælden, der overstiger dette forhold.¹²

Det skal i denne sammenhæng bemærkes at kapitalfonde tidligere ikke har været omfattet af reglerne om tynd kapitalisering da kommanditselskaber var undtaget fra reglerne.¹³ Derimod skal kapitalselskaber overholde disse regler. For at skatteskjoldet kan udnyttes er det således vigtigt, at målselskabet er i stand til at udnytte fradragsretten på fremmedkapitalen. I den sammenhæng kan det nævnes, at kapitalfondene også bevidst udvælger selskaber med stabilt cash flow, som ikke kræver en stor del *working capital*.

Hertil finder Altman, at selskabets optimale kapitalstruktur kan formuleres på følgende måde:

*"The firm's optimum debt is where the expected bankruptcy (distress) costs are equal to the expected value of the tax benefits from debt. Where the expected bankruptcy costs are lower than the expected tax benefits, increased leverage can be successfully undertaken."*¹⁴

9 Wrightsman (1978) s. 664.

10 Wrightsman (1978) s. 665.

11 *Parum* Finans/Invest nr. 7 (2002).

12 Dette skyldes reglerne om tynd kapitalisering.

13 Se om kapitalfondenes selskabsstruktur kapitel 2, afsnit 1. Lov nr. 308 af 16. april 2006 ændrede reglerne om tynd kapitalisering (og om transfer pricing) således at kommanditselskaber og dermed og kapitalfonde nu er omfattet af reglerne. Kapitalfondenes lovtekniske skatteforhold behandles ikke i denne bog.

14 Altman (1984). Beviset ser således ud:

$$P_{b,t} (BCD_t + BCI_t) \times (PV) = (PV) \cdot T_c \cdot (I_d^t) \times (1 - P_{b,t})$$

hvor $P_{b,t}$ = probability of bankruptcy estimated in period t , BCD_t = direct bankruptcy costs estimated in t ,

Værdien af skatteskjoldet kan derfor være svær at fastsætte, da den dels afhænger af skatteforhold, dels af lånemarkeder og dels af omkostninger ved *financial distress*. Flere undersøgelser har dog vist, at skatteskjoldet ikke er det egentlige motiv til LBO, da alle har den samme mulighed for at udnytte fordelene ved at geare et givent selskab, hvilket indebærer, at værdien af skatteskjoldet indregnes i overtagelsesprisen.¹⁵ Skatteskjoldet skal derfor ses som et middel kapitalfonde kan benytte til at lette overtagelsesfinansieringen og altså ikke til selve værdiforøgelsen.

Mange danske børsnoterede selskaber udnytter ikke i væsentlig grad deres skatteskjold, hvilket kan synes mærkværdigt. *Møller & Parum* (2001) har på denne baggrund undersøgt hvilken bias forskellige aktionærgrupper har for, at selskabet skal have en høj gældsandel. Artiklen konkluderer, at langt de fleste investorer foretrækker at selskabet øger fremmedkapitalen for at optimere skatteskjoldet, men at stort set ingen af de børsnoterede danske selskaber har en klar politik for deres kapitalstruktur. Desuden kommer de frem til at langt de fleste investorer ønsker at kapitalstrukturen ændres igennem opkøb af egne aktier frem for udlodning af udbytte.¹⁶ Det skal hertil bemærkes, at opkøb af egne aktier som værktøj til at ændre kapitalstruktur ikke er nær så effektivt som udbytte, da opkøb af egne aktier begrænses af 10 %-reglen i ASL § 48 stk. 1. Derimod begrænses udbytte udlodning kun til de bundne reserver. Både den største og fjerde største aktionærgruppe i undersøgelsen foretrak af skattemæssige grunde ikke udbytteudlodningen som metode til at ændre kapitalstrukturen.¹⁷ I modsætning til denne gruppe har selskaber med en ejerandel over 25 % af aktiekapitalen ingen præferencer mht. ændringsmetode. Kapitalfonden, der opretter et SPV, kan således benytte udbytte til kapitalstrukturændringer og har derfor en administrativ fordel ved at

BCI_t = indirect bankruptcy costs estimated in t , PV_t = present value adjustment to period t ,

T_c = marginal tax bracket of the corporation, $d_{t,\infty}$ = interest expenses from period t to infinity.

- 15 Kaplan (1989) konkluderer følgende: »Tax benefits have been important and were captured by the public shareholders in the premium they received.» og ligeledes Bull (1989) »Because the value of any investment is the present value of the expected future cash flow, the price paid in LBO will reflect expected tax savings.»

- 16 *Møller & Parum*, Finans Invest nr. 4 (2001).

- 17 Den største aktionærgruppe var udenlandske investorer mens den fjerde største var private investorer.

kunne optimere skatteskjoldet langt hurtigere end de børsnoterede selskaber, der af skattemæssige grunde er "tvunget" til opkøb af egne aktier og efterfølgende annullering af aktierne, hvis selskabets ledelse ikke ønsker at handle i strid med den del af ejerkredsen som foretrak opkøb af egne aktier. Derudover nævner artiklen, at de skattemæssige forhold for de institutionelle investorer i de seneste år har ændret sig i retning af at have stærke præferencer for at selskaberne optager mere gæld.¹⁸ De institutionelle investorer, der ejer indflydelsesrige aktieposter i de danske børsnoterede selskaber, har således et incitament til at gøre deres indflydelse gældende overfor selskaberne på dette område.¹⁹

På baggrund af det ovenfor anførte er der ingen umiddelbar forklaring på, hvorfor aktionærerne ikke gennemtvinger en højere gældsandel og dermed udnytter det indtjeningspotentiale, der ligger i et optimeret skatteskjold. En del af forklaringen på dette følger af nedenstående tese, der behandler principal-agent problemer i selskaber med et højt debt/equity forhold, og det diskuteres yderligere, hvilke fordele og ulemper gæld har på et givent selskabs performance.

2.2. Tese 2: Agency costs reduceres ved aktivt ejerskab og høj gældsætning

I ovenstående afsnit blev det beskrevet, hvordan selskabet kunne opnå en øget værdi ved at udnytte skatteskjoldet, samt hvorledes kapitalfondene udnytter dette. Udover de skattemæssige fordele ved gæld medfører gælden i LBO ligeledes en række andre fordele og ulemper set i forhold til det, der er gældende for de børsnoterede selskaber.

Aktivt ejerskab

Det er alment kendt indenfor virksomhedsteori, at ledelsen ønsker at få selskabet til at vokse, selvom dette indebærer, at selskabet bliver større, end hvad der er optimalt. Ledelsens interesse i at forøge selskabets størrelse bunder i den simple antagelse, at ledelsen finder det prestigefyldt at lede et større selskab med flere medarbejdere og større mængder kapital under forvaltning, end et mindre.

18 Disse skattemæssige præferencer er blevet stærkere i medfør af Pinsepakken og rentegarantipakken.

19 Denne problemstilling behandles yderligere i tese 2.

Således har aktionæren og ledelsen to forskellige interesser, og fordi informationen i selskabet er asymmetrisk fordelt, kan der opstå såkaldte principal-agent problemer.²⁰ Ved asymmetrisk information skal der i denne sammenhæng forstås, at aktionærerne ikke har den samme information om selskabets beslutningsforudsætninger, som ledelsen har. Denne informationsmæssige fordel kan ledelsen benytte til at egenoptimere, uden at aktionærerne i de fleste tilfælde vil kunne gennemskue, at selskabet ikke drives optimalt. Asymmetrisk information kan skabe en række P/A-problemer, herunder frynsegodeproblemet, der opstår ved at ledelsen tildeler sig selv flere frynsegoder end, hvad der er optimalt i forhold til selskabets drift.

Problemet opstår ved, at ledelsen foretrækker et større frynsegodeforbrug, hvis den ikke eller kun delvis skal bære omkostningerne derved gennem lavere løn og/eller en lavere markedsværdi af dens ejerandel i virksomheden.²¹ Det er således aktionærerne/ fremmedkapitalindskyderne, der bærer omkostningerne ved ledelsens forøgede frynsegodeforbrug i form af en lavere markedsværdi af deres ejerandel. Disse incitamentsproblemer medfører, hvad der kaldes *agency costs of free cashflow*.²² Sådanne omkostninger påløber selskabet i et omfang, der er parallelt med ledelsens handlefrihed. Dvs. jo mere frit cash flow ledelsen kan råde over og jo større den asymmetriske information i selskabet er desto højere costs of free cash flow. Det frie cash flow er det resterende cash flow, der er tilbage efter fratrækning af det, der er nødvendigt for at finansiere projekter med positiv nutidsværdi. *Jensen & Meckling* argumenterede allerede i 1976 for, at øget gæld i et selskab forbedrer ledelsens incitamentsstruktur i de tilfælde, hvor ledelsen er medejere i selskabet, fordi den øgede grad af fremmekapital øger ledelsens ejerandel.²³ Ved at lade et selskab undergå en LBO og dermed en kapitalstrukturændring formindskes costs of free cash flow samtidig med, at kontrollen over selskabet erhverves, hvilket medfører en fordel i kraft af øget aktivt ejerskab. Det aktive ejerskab kan effektivisere kontrollen med selskabet, hvilket de børsnoterede aktionærer

20 Disse problemer der i det følgende skal gennemgås, betegnes i den økonomiske litteratur som moral hazard eller hidden action. Begreberne dækker over den type af informationsproblemer som gælder bristede overvågningsmulighed under samarbejdets ("kontraktens") løbetid.

21 Ledelsen bærer udelukkende et tab i form af en lavere markedsværdi af virksomheden, hvis denne også besidder aktier eller optioner i selskabet.

22 *Jensen* (1986).

23 *Jensen & Meckling* (1976).

som regel har svært ved, da ejerkredsen er spredt. Hertil kommer, at disse aktionærer ikke enkeltvis har et incitament til at yde en aktiv indsats overfor selskabet og dets ledelse, idet omkostninger ved at udøve kontrollen oppebæres af den enkelte aktionær, mens forøgelsen af værdien deles med de resterende aktionærer. Dette problem kaldes også for "free rider"-problemet og kan medføre, at kontrollen med ledelsen ikke er tilstrækkelig. *Rose* (2005) har undersøgt om de største danske aktionærgrupper - de institutionelle investorer - tilfører selskaber en merværdi, idet de har mulighed for at drive aktivt ejerskab.²⁴ Undersøgelsen viser, at selskaber med institutionelle investorer ikke medfører øget performance. Dette resultat giver en indikation af, at disse investorer ikke udnytter deres mulighed for aktivt ejerskab, eller at deres ejerandel ikke er tilstrækkelig til at "tvinge" lederne til at øge deres performance. Forfatteren påpeger bl.a., at en del af problemet ligger i den aflønningsform og incitamentsstruktur, der benyttes overfor de institutionelle investorers porteføljeformidlere. I modsætning til de store investorer i de børsnoterede selskaber, ejer kapitalfonde efter LBO hele selskabet og deler således ikke fortjenesten med andre aktionærer og kan derfor til fulde udnytte fordelene af aktivt ejerskab, idet free rider problemet overfor aktionærerne ikke eksisterer. Kapitalfonde kan altså, i modsætning til de spredte ejere, "tvinge" bestyrelsen til at agere efter deres instruks. Derved kan kapitalfonde optimere indtjeningspotentialet gennem aktivt ejerskab f.eks. ved at lade ledelsen maksimere værdien af skatteskjoldet. Det incitamentsprogram, der benyttes af kapitalfonde overfor disses porteføljemanagere kendes ikke, men det må antages, at det uden tvivl er langt mere lukrativt, end det program de danske institutionelle porteføljemanagere aflønnes på baggrund af. Hertil hører det også, at de institutionelle investorer er underlagt lovgivningsmæssige restriktioner der fastsætter nærmere retningslinjer for, hvor aktivt ejerskab der må praktiseres.

Herudover er det sandsynligt, at kapitalfondenes incitamentsprogram overfor deres porteføljemanagere er blevet langt større og mere effektive idet kapitalfonde opkøber selskaber i fællesskab - de såkaldte *Clubbing-LBO*.²⁵ Clubbing effekten indenfor LBO medfører et internt free rider problem mellem kapitalfondene, der dog må antages at være mindre end, hvad der er gældende for de børsnoterede selskabers

24 *Rose* i *Finans/Invest* nr. 4 (2005).

25 Både ISS og TDC-opkøbene er Clubbing - LBO's med henholdsvis to og fem kapitalfonde som købere.

aktionærer, fordi kapitalfonde som udgangspunkt har et fælles/ens forretningskoncept og idégrundlag, der gør dem interesseret i at dele overvågningsomkostninger. Det her fremførte kan således give en del af forklaringen på, hvorfor kapitalfonde kan øge selskabets performance mere end aktiemarkedet, idet fonde er bedre til at mindske free rider-problemet mellem aktionæren og ledelsen.

Den øgede indsats kapitalfonde tilfører igennem deres aktive ejerskab, skal dog i nogen grad deles med de nye kreditorer, der skal kompenseres for deres høje risiko med højere renter. Derved får kreditorerne andel i den øgede profit, der skabes ved det aktive ejerskab, hvoraf nogle af udgifterne dækkes af fradragsretten på renterne, hvilket mindsker kapitalfondenes free rider omkostninger.

Ledelsens aflønning

I de børsnoterede selskaber forsøger aktionærerne som regel at kompensere for deres manglende kontrol og indflydelse ved at give ledelsen og den professionelle bestyrelse et øget medejerskab i form af aktier og optionsprogrammer. Denne aflønningsmetode skal medvirke til, at ledelsen i højere grad har interessesammenfald med ejerne, idet de ikke kun arbejder for aktionærernes fortjeneste men også for egen vinding. Aktionærerne mindsker på denne måde deres interne free rider-problemer, da ledelsen og bestyrelsen i højere grad bærer konsekvenserne af deres egne handlinger. Yderligere vil kompensationsaflønningen mindske den asymmetriske information, der er mellem selskabet og dets ejer (markedet), i hvert fald så længe informationerne har positiv karakter. Ledelsen, der i mange børsnoterede selskaber reelt har magten, er således ikke svære at overbevise, når de præsenteres for lukrative incitamentsprogrammer, der skal få dem til at optimere selskabets drift. I modsætning til denne "gulerodsmetode" kan ledelsen disciplineres ved at sænke selskabets konsolideringsgrad, da truslen for konkurs således er mere nærværende, samt at ledelsens incitament til at gennemføre investeringer med lavt afkast reduceres.²⁶ Det må på denne baggrund antages, at ledelsen i de børsnoterede selskaber har en større modvilje overfor sådanne tiltag end de førnævnte, og det er derfor langt sværere for aktionærerne at gennemtvinge en kapitalstrukturændring.²⁷ Kapitalfonde derimod udnytter i høj grad, at gælden

²⁶ Jensen (1986).

²⁷ I en undersøgelse af PinegarH Wilbricht (1989) giver et antal selskabers ledere udtryk for, at de har gjort sig overvejelser om selskabets kapitalstruktur men, at beslutninger

disciplinerer ledelsen og har i modsætning til de tidligere ejere ikke et aktivt ejerskab-problem med at "tvinge" ledelsen til at sænke konsolideringsgraden. Kapitalfonden har derfor som udgangspunkt ikke grund til at kompensere ledelsen for dens egen manglende adgang til indsigt og kontrol. Alligevel er det alment kendt, at kapitalfondene ligeledes benytter bonusordninger i form af medejerskab til aflønning af ledelsen, endda i langt højere grad end de tidligere ejere. Dette skyldes, at ledelsen skal kompenseres for den risiko, der er ved at drive et højt gearret selskab, hvor ledelsen risikerer markedets moralske straf ved konkurs, samt at ledelsen risikerer sagsanlæg fra utilfredse kreditorer og i værste fald et erstatningsansvar.²⁸ Kompenseres ledelsen med et for stort medejerskab opstår diversifikationsproblemet. Grunden til denne betegnelse er, at ledelsens "investering" er mindre diversificeret end aktionærernes. Ledelsen har således ikke mulighed for at diversificere (mindske) risikoen og bliver af denne grund mere risikomodvillig end de aktionærer, der kan sprede risikoen over flere aktier.

Kreditor kontrol

Yderligere kan det nævnes, at den forøgede mængde fremmedkapital i målselskabet som LBO modellen medfører gør, at ledelsen udsættes for endnu et aktivt kontrolorgan nemlig kreditorerne, der i langt højere grad vil føre kontrol med selskabet for at sikre sig mod dårlig ledelse, og at ledelsen ikke foretager risikofyldte investeringer, som medfører asset substitution. Ledelsen er således efter et LBO underlagt to stærke parter, der fører aktiv kontrol med, hvordan selskabet drives. Derved er der ikke givet meget rum for ledelsen til egenoptimering på bekostning af ejerne og kreditorerne. Kreditorerne i de børsnoterede selskaber fungerer også som kontrolfunktion, men kun indtil de med sikkerhed kan fastlægge, at selskabet er i stand til at honorere gælden, herefter ophører kreditorerne med at yde kontrol. Det samme er gældende for selskaber, der har undergået en LBO. Her er gældsgraden som nævnt blot større og dermed er kontrolindsatsen tilsvarende større. Udover den øgede kontrol belønnes/kompenseres ledelsen med en høj grad af

om investeringer og udbytte vejer tungere. Om dette forhold stadig er gældende er ikke sikkert, men artiklen giver en indikation af, hvordan ledelsen opfatter deres egen rolle i selskabet.

28 Kompenseres ledelsen ikke tilstrækkeligt, vil den være mere risikomodvillig end aktionæren, hvilket er i direkte modstrid med kapitalfondens interesser jf. diskussionen nedenfor i tese 5.

medejerskab, som ligeledes giver den risikovillige ledelse et yderligere incitament til at optimere driften.

Det kan således fremføres, at hvis kreditor ikke fører streng kontrol med ledelsen eller ikke har mulighed for dette, er muligheden for asset substitution nærliggende, idet ledelsens medejerskab giver stærke incitamenter til at overføre værdi fra kreditor til aktionæren.²⁹

Aktiemarkedets og dermed de tidligere ejeres mulighed for at udnytte kreditorerne som overvågningsorgan er begrænset af, at hverken den professionelle bestyrelse eller ledelsen, som beskrevet, ønsker at påtage sig den risiko den forøgede gældssætning medfører, og det må således antages, at både bestyrelsen og ledelsen vil have et naturligt incitament til at bekæmpe sådanne beslutninger fra aktionærene. De spredte aktionærgrupper vil derfor have svært ved at øge selskabets gældsgrad, idet de som regel ikke er i stand til at danne en fælles målsætning for selskabets drift, og derfor ikke kan presse de to ledelsesorganer til at foretage de handlinger, der ellers skaber merværdi.

2.3. Tese 3: Den oprindelige aktiekurs er for lavt prisfastsat

Et af de argumenter der er blevet fremført til forklaring af, hvordan kapitalfonde kan skabe en gevinst er, at disse fonde har adgang til mere information end de eksisterende aktionærer. På baggrund heraf kan fondene vurdere, at aktiekursen ikke afspejler virksomhedens retmæssige værdi.

Hvis forskellen i opfattelserne af selskabets værdi skyldes asymmetrisk information, således at ledelsen og kapitalfonden har mere information om selskabet end de eksisterende aktionærer, tyder dette på, at den oprindelige ledelse enten ikke har været tilstrækkelig dygtig eller har interesse i, at markedet undervurderer aktien, så selskabet kan fremstå attraktivt for potentielle købere. Det sidste kan eksempelvis være tilfældet i de situationer, hvor købere, som eksempelvis kapitalfonde, stiller en betydelig bonus i sigte for den eksisterende ledelse i tilfælde af at selskabet overtages.

Det er indlysende, at den sidste situation er uheldig for aktionærene og samfundsmæssig uoptimal. Hvis en given kapitalfond derimod ser et stort potentiale i et selskab og ikke mener, at den eksisterende aktiekurs afspejler dette, vil det være i samfundets interesse at trans-

29 Asset substitution behandles yderligere under tese 5 - Gevinsten skabes på bekostning af kreditorerne.

aktionen gennemføres. Aktionærerne betales en overkurs, og kapitalfonden vil have et incitament til at forbedre driften. Denne tankegang er i overensstemmelse med teorien om fuldkommen konkurrence. Denne teori, der bygger på en række antagelser, udtrykker, at alle goder og ressourcer vil ende i de anvendelser, hvor deres værdi er højest.³⁰ Det frie konkurrerende marked skaber altså en efficient allokering af knappe ressourcer.³¹

Pre-buyout-aktionærerne synes vanskeligt at kunne kaldes ofre ved LBO, da disse jo opnår en ofte betydelig kurspræmie ved salget. Herudover kan det ikke konkluderes, at kapitalfondene "snyder" aktionærerne for en gevinst bare fordi kapitalfondene i sidste ende - ved exit - opnår et højere afkast. For det første er kapitalfondenes investeringer langt mere følsomme overfor selv små ændringer i cash flowet end de tidligere aktionærers. Kapitalfondens investeringen er altså langt mere risikofyldt end aktionærens, og derfor må den endelige gevinst afspejle dette. For det andet er det som beskrevet svært for aktionærerne at indføre samme kontrol- og incitamentsniveau overfor selskabet, som LB O-modellen introducerer. Aktionærerne synes således ikke at være blevet tabere pga. asymmetrisk- /insider information af den øgede profit kapitalfondene opnår. I stedet har aktionæren modtaget præmien (overkursen) ved at afgive kontrollen med selskabet.³² Den eneste situation hvor aktionæren ikke synes at opnå den rigtige pris er som nævnt, hvis der er insider-viden i selskabet om dets reelle værdi, hvilket ikke synes nærliggende, da brug af insider-viden i investeringsøjemed er strafbar. Investeringen på baggrund af insider-viden vil således udgøre en enorm risiko for både bestyrelsen, ledelsen og kapitalfondene og udnyttelsen af en sådan viden synes derfor ikke nærliggende. Det kan dog ikke afvises, at dette forekommer, og der var da også i forbindelse med ISS sagen en del skrivelser i pressen om, hvorvidt Erik Rylberg, der efter sigende arbejdede som konsulent for en af de køvende kapitalfonde i perioden op til købet, kunne have

30 Se herom i øvrigt: *Raaschou-Nielsen & Juul Foss* (1996) side 15.

31 Der er således også tale om en pareto-optimal tilstand.

32 Se yderligere: *Finnerty SE Emery* (2004), der viser at "*comparable company method*" kan benyttes til at værdiansætte virksomheder i en "change-of-control" situation, hvis der justeres for "the value of corporate control". Undersøgelsen er baseret på 51 *highly leveraged transactions* og konkluderer at *corporate control* udgør en meget stor del af selskabets værdi.

videregivet insider informationer i denne sammenhæng.³³ Påstanden herom blev dog prompte afvist af den tidligere ISS bestyrelse, der kaldte beskyldningerne for injurierende og decideret falske.³⁴

2.4. Tese 4: Gevinsten skabes på bekostning af kreditorerne

Den øgede fremmedkapital i selskaber der har undergået en LBO skaber som ovenfor nævnt et incitament for ledelsen til at yde en ekstra indsats for på denne måde at honorere fremmedkapitalindskydernes krav. Dette medfører dog visse konsekvenser for selskabet herunder interessekonflikt mellem aktionærerne og kreditorerne og det såkaldte *agency costs of debt*.

Problemet opstår, fordi fremmedkapitalindskyderne låner virksomheden penge uden samtidig at kunne tage del i selskabets beslutninger.³⁵ Heroverfor står aktionærerne og ledelsen med beslutningskompetencen og med begrænset ansvar. Ved en høj grad af fremmedkapital i et selskab øges risikoen for, at aktionærerne (og ledelsen) træffer beslutninger, som skaber en øget risiko for kreditorerne. Beslutninger som øger fremmedkapitalens risiko mindsker samtidig markedsværdien af fremmedkapitalen.³⁶ Problemet kaldes også for asset substitution-problemet og omhandler den situation, hvor ledelsen, der handler på vegne af aktionæren, indgår i yderst risikable projekter, der ikke er oplagte investeringsemner, og hvor risikoen er høj. Ved et positive udfald opnår aktionæren et positivt afkast, mens et tab deles med kreditorerne. Aktionærerne gambler således med kreditorernes kapital. Situationen kan betragtes som en call - option på selskabets aktiver, hvor aktionæren enten ingen midler modtager (hvis afbetalingerne på fremmedkapitalen overstiger cash flowet), eller også modtager de gevinsten fra det øgede cash flow minus gældskravet. Fra den bagvedliggende optionsteori vides det således, at værdien på call-optioner er stigende i takt med, at risikoen stiger, hvorved projekter med høj

33 Jf. Bankdirektør hænger Rylberg til tørre, Robert Spliid, Berlingske tidende 31. maj 2005, 3. sektion, Business, side 8.

34 Hverken Rylberg eller ISS' moral svigtede, Berlingske tidende 1. juni 2005, 3 sektion, business, side 6.

35 Långiverne ved LBO opnår dog i stigende omfang en vis medbestemmelse i målselskabet igennem forskellige affirmative og negative covenants samt default provisions mv.

36 Den øgede risiko på ISS obligationerne var netop grunden til det massive kursfald på disse papirer.

risiko kan øge mængden af de midler, der tilføres aktionæren. Det er dog i flere artikler fremført, at asset substitution ikke er noget større problem i LBO sammenhæng, da kapitalfonde er afhængige af kreditorerne som en aktiv medspiller og derfor ikke ønsker at ledelsen udnytter denne mulighed.³⁷ Leland (1998) konkluderer i denne sammenhæng at: *"Equityholders may voluntarily agree to hedge after debt is in place, even though it benefits debtholders: the tax advantage of greater leverage allowed by risk reduction more than offsets the value transfer to bondholders."*³⁸

Hertil kan det fremføres, at kapitalfondenes forretningskoncept netop er at opkøbe selskaber for at videresælge dem senere, og af denne grund indgår de ofte i et "gentagende spil" med kreditorerne.³⁹ Det gentagende spil disciplinerer således kapitalfonde til ikke at overføre værdi (asset substitution) på bekostning af kreditorerne. I den amerikanske litteratur om LBO beskrives, at asset substitution overfor eksisterende erhvervsobligationsejere i en periode var et problem, men at erhvervsobligationsmarkedet indførte covenants, der umuliggjorde dette, de såkaldte *"right of redemption in the event of an LBO"*-covenants.⁴⁰ I artiklen af Adler & Ribstein (1989) beskrives det således, at det amerikanske erhvervsobligationsmarked har lært af de konsekvenser et LBO medfører overfor erhvervsobligationsinvestorerne risiko.

I modsætning hertil kan det konstateres, at det danske erhvervsobligationsmarked ikke har lært af den amerikanske udvikling, i hvert fald ikke i de erhvervsobligationer ISS eller TDC udstedte, idet de ikke indeholdt sådanne klausuler om indløsning ved et LBO. Asset substitution forekom altså i begge tilfælde, men var klart størst i ISS-sagen, da kapitalfondene bag overtagelsen ikke ønskede at indfri obligationsinvestorerne. Kapitalfondene bag ISS overtagelsen må således have vurderet, at gevinsten ved denne asset substitution var større end de negative konsekvenser herved. Det er således også nærliggende at kapitalfondene har vurderet, at långiverne bag obligationsserierne ikke

37 Leland (1998), Adler & Ribstein (1999) samt Andrade Si Kaplan (1997).

38 Adler Si Ribstein (1989).

39 Med det "gentagende spil" menes blot at parterne skal samarbejde i fremtiden, hvilket medfører at parternes incitament til at udnytte hinanden (bryde tilliden til hinanden) mindskes. Det "gentagende spil" minimerer altså parternes incitament til at overføre værdi på bekostning af den anden. Begrebet er etableret som en del af spilteorien.

40 Adler Si Ribstein (1989).

senere skal indgå i det "gentagende spil". I modsætning hertil havde fondene bag overtagelsen af TDC vurderet, at lånemarkedet og mediernes reaktion overfor ISS havde været så massiv, at de anså gevinsten fra asset substitution som mindre end de økonomiske ulemper, der er ved en førtidig indfrielse af erhvervsobligationerne.⁴¹ Selvom Kapitalfondene i TDC-sagen indfriede obligationerne, medførte det alligevel en mindre grad af asset substitution, idet nogle af obligationsserierne blev handlet højere end den tilbudte indfrielseskurs.⁴²

Udover brugen af asset substitution kan det kort nævnes, at der findes tre andre problemstillinger, hvorved aktionærerne kan overføre værdi fra kreditorer. Det første problem under investeringsproblemet (debt overhang problem), hvor ledelsen, der handler i aktionærernes interesse, afslår investeringer i projekter med positiv nutidsværdi (NPV), fordi de eksisterende kreditorer opnår størstedelen af den profit, projektet skaber.⁴³ Det andet problem er det kortsigtede investeringsproblem, hvor ledelsen og aktionærerne favoriserer investeringer i projekter med et lav NPV men med et hurtigt afkast frem for profitable NPV investeringer, der giver et højt afkast over en lang periode. Det tredje problem er "*The Reluctance to liquidate-problem*", hvor ledelsen (aktionæren) ikke ønsker at likvidere selskabet, selvom det ville være mere profitabelt.

Samlet set har aktionæren rig mulighed for at overføre værdi fra kreditorerne, men som tidligere beskrevet er der en del faktorer, der trækker i den modsatte retning heriblandt det gentagende spil, ledelsens fremtidige jobmuligheder, kreditors kontrolfunktion (f.eks. finansielle covenants) samt kreditors mulighed for på forhånd at korrigere for denne risiko med en højere rentemargin.

2.5. Tese 5: LBO øger målselskabets værdi

I forlængelse af tese 3 bygger en anden forklaring på kapitalfondenes rationale for LBO på, at disse fonde er i stand til at drive målselskabet bedre end de eksisterende ejere. Bag denne tese ligger, som også oven-

41 Jf. Berlingske Tidende 2. december 2005, 3 sektion, business, side 9, Obligationsinvestorerne stilles tilfreds; Indfrielse: Belært af erfaringerne fra ISS-handelen har køberne af TDC besluttet at tilbagekøbe obligationerne i selskabet.

42 Jf. kapitel 4, afsnit 4.3.

43 Dette forekommer idet finansieringen af projektet er for omkostningsfyldt i medfør af, at den nye kreditors gældsposition er *junior* (efterstillet) i forhold til de eksisterende kreditorer.

for nævnt, at fondene kan udnytte ikke-investerede indestående reserver i selskabet til at finansiere en del af overtagelsen og dermed udnytte disse reserver mere optimalt end de tidligere ejere. I visse tilfælde har kapitalfonden f.eks. den fordel, at allerede eksisterende psykologiske kontrakter mellem direktionen, dets medarbejdere, datterselskaberne, leverandørerne og kreditorerne ophører, hvormed handlingsfriheden i virksomheden udvides. Som et eksempel herpå er overtagelsen af IS S, hvor de nye ejere ingen moralske forpligtelser havde eller følte overfor de nyudstedte erhvervsobligationer og deres rating. I modsætning hertil ville den tidligere direktion stå utrolig dårligt overfor obligationsinvestorerne, hvis de først fik rated erhvervsobligationsudstedelsen til BBB+ for derefter at udlodde selskabets frie reserver med den efterfølgende finansielle konsekvens, at erhvervsobligationerne nedgraderes til junk-bond status (B+). Yderligere kan der også argumenteres for at kapitalfonde, som fremstår mere anonyme end de tidligere ejere, lettere kan frasælge selskabets uoptimale produktionsafdelinger eller skære ned på visse administrative funktioner. Denne break up værdi kaldes ofte for en konglomeratrabat og er som regel afledt af, at selskabet har været undermanaged i en længere periode. Desuden kan målselskabets udvidelsesmuligheder forbedres som følge af det aktive ejerskab, hvilket er tilfældet i ISS opkøbet. Kapitalfondene i ISS satser på kraftig ekspansion igennem opkøb af selskaber, der skal tilføre en årlig vækst på 8-10 %.⁴⁴ Dette skyldes slet og ret en optimistisk tro på selskabets fremtid og på, at ekspansion forbedrer det samlede driftsresultat. Alt andet lige må kapitalfondenes interesser i de selskaber, der overtages, set i dette lys antages at være samfundsgavnlig, fordi produktionen gøres kraftigt efter i sømmene, og på denne måde optimeres. Flere empiriske undersøgelser viser ligeledes, at LBO *outperformer* de almindelige aktiemarkeder.⁴⁵ Artiklen af *Holthausen Larcker* (1996) viser, at tidligere LBO selskaber, der genintroduces på børsmarkedet, klarer sig langt bedre end tilsvarende konkurrenter på markedet og viser ligeledes, at selskabets performance er faldende efter 4 år på børsen. Helt så optimistisk er resultaterne ikke i artiklen af *Kaplan & Schoar* (2005), der undersøger om private equity *outperformer* børsmarkedet. Undersøgelsen sammenligner data fra private equity markedet med S&P 500 indekset og er baseret på talmate-

44 Se ISS' strategiplan: "*route101*" som opsætter målet om en årlig omsætning på 101 mia. indenfor 6-9 år.

45 Jf. *Groh & Gottschalg* (1996) side 293-332 samt *Holthausen & Larcker* (1996).

riale⁴⁶ indsamlet af Venture Economics, der viser at nettoindtjeningen fra kapitalfonde er en smule mindre end fra selskaberne i S&P 500 indeks.⁴⁷ Mere generelt konkluderes det i artiklen af *Cotter Peck* (2001), at der både findes gode og dårlige LBO konstruktioner, og at øget performance afhænger af mange variable herunder især et kvalificeret management team.⁴⁸ *Rose* (2005) finder som nævnt tidligere under tese 2, at de institutionelle investorer ikke medførte yderligere performance, i stedet konkluderede artiklen, at bankernes ejerskab i de børsnoterede selskaber medførte øget performance, hvilket er i overensstemmelse med tese 2, hvor det beskrives, at LBO forbedrer performance ved i højere grad at udnytte kreditor som kontrolorgan. Det er således et nærliggende spørgsmål, om aktiemarkedet og dets aktionærs kontrolfunktion er lige så effektiv overfor ledelsen, som den kontrolfunktion kreditorerne og kapitalfondene bidrager med. Svaret herpå synes åbenbart, men indkalkuleres risikoen i fortjenesten ved LBO, er det så også forståeligt, at LBO selskaberne out-performer de almindelige børsnoterede selskaber, der opererer med en helt anden solvensmargin.

2.6. Hvorledes påvirker transaktionen i det hele taget samfundet?

I den offentlige debat er der i de senere år blevet fremført mange argumenter for og i højere grad imod kapitalfondes opkøb af danske selskaber. Visse af kritikkerne har peget på at selskaber, der underkastes LBO er blevet tømt for værdier, alt imens antallet af medarbejdere skæres ned. Andre har argumenteret for, at leveraged buyouts er skyld i væsentlige tab for staten i form af manglende selskabsskatter.⁴⁹ I det følgende skal det undersøges, hvilke gavnlige og skadelige virkninger LBO har på det danske samfund.

Visse kapitalfondes danske selskabsopkøb har medført, at medarbejdere er blevet afskediget og produktionsanlæg lukket, samt medført reduktion i selskabsskattebetalinger. Det kan således ikke undre, at man umiddelbart forholder sig skeptisk til sådanne opkøb. Ikke

⁴⁶ Talmaterialet dækker perioden 1980-1997.

⁴⁷ *Kaplan & Schoar* (2005) side 1791-1823.

⁴⁸ *Cotter & Peck* (2001) The Case of the Buyout Specialist, *Journal of Financial Economics* 59 101-147 (2001).

⁴⁹ Jf. blandt andet *Nyrup Rasmussens* kommentar i *Berlingske Tidende* 12. juli 2006 og *samme* i *Jyllands-Posten* 29. maj 2006.

desto mindre kan der udmærket være tale om økonomisk gavnlige nedskæringer, fordi selskaber, der f.eks. har haft problemer af ovenfor nævnte karakter, ved hjælp af nedskæringerne vender en skrantende forretning til en profitabel. Det er således meget vanskeligt at slå fast, om LBO skaber øget eller formindsket efficiens i samfundet.

At der eksisterer et marked, hvor goder handles frit, skaber mulighed for en bedre arbejdsdeling og dermed en effektiv fordeling af samfundets knappe ressourcer.⁵⁰ Det antages at en sådan fordeling, eller allokering af ressourcer i et samfund er Paretoefficiet, såfremt allokeringen forøger en agents velfærd uden at forringe en anden agents eller andre agents velfærd tilsvarende.⁵¹ Det antages endvidere, at samfundets nytte er summen af alle dets agents nytte, og at den enkelte agent er bedst egnet til at vurdere sin egen nytte. Paretooptimalitet/-efficiens er snævert knyttet sammen med teorien om fuldkommen konkurrence, som beviser, at alle goder vil ende i de anvendelser, hvor deres værdi er højst.

Når en køber erhverver et selskab, er dette ensbetydende med, at denne transaktion vurderes lukrativ for både aktiesælger og aktiekøber. Et af de afgørende motiver for at erhverve et selskab ved LBO er, at det pågældende målselskab har et højt og stabilt cash flow, og er i besiddelse af betydelige reserver, som ikke udnyttes optimalt. Ved at lade denne handel gå igennem opnås således en paretoforbedring, idet køberne må antages at ville udnytte selskabets reserver bedre end de hidtidige ejere. Den overkurs, der betales for målselskabets aktier, forstærker dette argument, da det jo netop skyldes, at køber kan se et større potentiale i selskabet end sælgeren.

En aktiehandel, som eksempelvis ISS og TDC-overtagelserne vil således medføre en efficient brug af den investerede kapital. Kapitalfonde har det formål med en LBO-transaktion at sikre en god investering og i øvrigt foretage gennemgribende undersøgelser af målselskabet for at sikre sig, at en investering i selskabet vil generere et positivt afkast. Det er dog ikke alle selskabsopkøb, der skaber øget efficiens. Visse selskabsopkøb initieres af en ledelse, som ikke investerer i det pågældende selskab, fordi projektet har en positiv nutidsværdi, men fordi denne ledelse - på bekostning af aktionærerne - har et incitament

50 Dette er *Adam Smiths* hovedpointe i hvad der er kaldt det første økonomiske værk: *An Inquiry Into the Nature of The Whealth of Nations* (1776).

51 For beskrivelse og kritik af Paretokriteriet se: *Raaschou Nielsen & Juul Foss* (1996) side 13.

til at lade selskabet vokse. Sådanne opkøb, som bygger på overinvesteringsproblemet, som ovenfor beskrevet gavner ikke samfundsøkonomien.

En af de fundamentale betingelser ved en LBO er, at målselskabet afnoteres fra fondsbørsen, så snart den pågældende kapitalfond har erhvervet aktierne i selskabet. Det er her nærliggende at se på de konsekvenser, dette har for samfundet.

I *going private*-transaktioner erstattes offentligt noteret egenkapital med privat unoteret egenkapital, som indskydes af den eller de erhvervende kapitalfonde. Efter en afnotering fra fondsbørsen er det overtagne selskab ikke længere underlagt de børsretlige regler om oplysningspligt ved insideres handler samt om større kundeordrer samt driftsmæssige og strategiske beslutninger mv. På denne måde går markedet glip af en del information om selskabet, hvilket ikke har betydning for egenkapitalindehaverne, kapitalfondene, men derimod for fremmedkapitalindskyderne, som repræsenterer langt den største andel af selskabets kapital efter en LBO. Der er således en fare for at afnoteringen fra fondsbørsen øger principal/agent-konflikten mellem egenkapitalindehaverne og fremmedkapitalindehaverne. Problemet afgrænses igennem forskellige regnskabsmæssige og rapporteringsmæssige lovkrav. Den ændrede kapitalstruktur, som er en følge af *going private* transaktionen, formindsker dog som nævnt, principal/agent konflikten mellem ledelsen og egenkapitalindskyderne, hvilket har en gavnlig effekt på selskabets performance.

Netop på grund af den asymmetriske information mellem kapitalfondene og fremmedkapitalindskyderne, beskytter sidstnævnte sig kontraktuelt således, at målselskabet i en bestemt periode eksempelvis ikke må stifte yderligere gæld eller stille yderligere sikkerhed til andre kreditivere. Derudover aftales det ofte, at låntager ikke må foretage investeringer over en vis størrelse uden på forhånd at have clearet dette med långiver. Det er efterhånden almindelig praksis at långiverne ved en LBO, deltager aktivt i selskabets løbende drift. Denne indflydelse omfatter blandt andet långivers indvælgelse i selskabets bestyrelse.⁵² Lægger man hertil, den risiko fremmedkapitalindskyderne påtager sig ved at låne mod et selskabs forventede indtjening og den øgede præmie, der er knyttet til disse lån sammenlignet med almindelig aktiv baserede lån, synes kreditorernes interesser at være næsten sammenfaldende med aktionærernes.

52 Egholm Hansen & Lundgren (2005), side 556.

På denne baggrund kan slutes, at fremmedkapitalen i dag, i vid udstrækning kan udfylde den rolle, som aktiekapitalen har, ligesom forskellen på egenkapital og fremmedkapitalindskydere fortoner sig.

Er en udskiftning af egenkapital til fordel for fremmedkapital og en afnotering af selskaber fra fondsbørsen optimal for samfundet?

Ved at afnotere selskaber fra børsen, fjernes markedets mulighed for at investere i det pågældende selskabs aktier.

Danmark er domineret af et kreditbaseret kapitalssystem, hvilket betyder, at kredit- og långivere yder den største andel af kapitalindskud i selskaber.⁵³ I de senere år er til stadighed flere offentligt noterede selskaber blevet afnoteret fra fondsbørsen. Ved udgangen af 1992 var der således 268 selskaber noteret på Københavns Fondsbørs, hvorimod tallet ved udgangen af 2004 var 185 selskaber.⁵⁴ Der er flere grunde til at et stigende antal selskaber vælger at lade sig afnotere fra en autoriseret markedsplads, og hvorfor et mindre antal selskaber lader sig børsintroducere. Det er imidlertid ikke formålet at studere disse grunde nærmere her. Det skal dog rettelig nævnes at nogle af de store børsnoterede selskaber, er blevet afnoteret pga. opkøb - herunder LBO.

Der er imidlertid bred enighed i den økonomiske teori om, at et solidt og effektivt aktiemarked er i samfundets interesse: Investorerne har en interesse i at kunne investere i værdipapirer, der matcher den pågældendes risiko/afkast-profil til så lave priser som muligt og på den lettest tænkelige måde. Dette forudsætter, at der er et tilstrækkeligt udvalg af aktier, således at investoren kan sammensætte en portefølje af aktier, på baggrund af information om de pågældende selskaber. Den primære interesse set fra selskabernes synspunkt er, at markedet ved børsintroduktionen sikrer kapital til den lavest tænkelige pris, samt at markedet sikrer en høj kursværdi på aktierne efterfølgende, således at selskabets værdi stiger, og der i fremtiden kan hentes yderligere kapital på markedet til begrænsede omkostninger.

Det er indlysende, at investorernes interesse er afgørende for kursen på et selskabs aktie, og det er således i selskabernes interesse, at der eksisterer et velfungerende børsmarked, som kan tiltrække investorer. Jo nemmere og jo mindre omkostningsfuldt et selskab kan hente kapital på børsen, jo bedre vil dette også være for samfundet, idet selskabet hermed har bedre betingelser for at investere i projekter med positiv

53 Østrup (1990) side 438.

54 Kilde: Københavns Fondsbørs og Danmarks Statistik.

nutidsværdi og forbedre sin virksomhed og skabe arbejdspladser mv. til gavn for samfundet.

For at sikre et effektivt aktiemarked i Danmark er der etableret en række børs- og værdipapirretlige regler i tillæg til almindelige forskrifter og anbefalinger om god selskabsledelse, eller corporate governance. Det har været diskuteret, om disse forskellige regler afholder selskaber fra at lade sig børsnotere, fordi reglerne af selskaberne betragtes som *for* byrdefulde. På den anden side ville det have fatale konsekvenser for værdipapirhandelsmarkedet, hvis ikke markedet lovreguleredes. Lovgivningsmæssigt er udfordringen således at finde en passende regulering, således at markedet er effektivt.

Det kræver omfattende studier at kunne give et fuldstændig fyldestgørende billede af, hvorvidt LBO er gavnlige for det danske samfund. Der er dog flere forhold der taler for at LBO ikke udgør noget større tab for samfundet end "traditionelle" takeovers. Da det generelt er samfundsgavnligt, at der eksisterer et marked som muliggør en efficient allokering af samfundets ressourcer, må det på den her nævnte baggrund konkluderes, at der ikke er grundlag for at opfatte LBO som inefficiente.

3. Sikrer selvfinansieringsforbuddet efficiens?

En bestemmelse som ASL § 115, stk. 2, skal som tidligere nævnt beskytte kreditorer og minoritetsaktionærer mod transaktioner, hvor selskabskapitalen reduceres. Bestemmelsen har stået centralt i købernes overvejelser ved ISS og TDC overtagelserne samt ved danske takeovers generelt. Finansieringskonstruktionerne tilrettelægges nøje således, at der ikke opstår tvivlsspørgsmål i relation til selvfinansieringsforbuddet. Dette omfattende arbejde har til formål at sikre, at målselskabets midler kan danne grundlag for overtagelsen, men altså udenom forbuddet. *Schans Christensen* (1991) skriver: "*§ 115, subsection 2, has a substantial impact on the costs to be paid by acquirers. The prohibition against target-asset financing frequently means that other, more expensive sources of finance will have to be exploited.*

*More expensive means of financing lead to reduced efficiency: higher barriers in terms of financing result in increased costs which, in turn, tend to inhibit corporate acquisitions otherwise desirable from an economic viewpoint.*⁵⁵

55 *Schans Christensen* (1991) side 251.

Det skal rettelig præciseres, at den generelle opfattelse i 1991 var, at selvfinansieringsforbuddet havde et noget bredere virkefelt, end det er opfattelsen i dag. Opfattelsen var, at dividende betalinger som stod i forbindelse med en overtagelse og som dermed havde til formål at omgå § 115, stk. 2, måtte omfattes af selvfinansieringsforbuddet.⁵⁶

Som beskrevet i kapitel 3 er der i dag en noget lempeligere praksis. Bl.a. vil dividende betalinger ikke blive omfattet, hvis disse er foretaget i overensstemmelse med aktieselskabslovens regler. Det er dog fortsat rigtigt, at købere må finde anden dyrere finansiering til erhvervelse af selskaber, end hvis bestemmelsen ikke havde eksisteret. Set i dette lys reducerer bestemmelsen den samfundsmæssige nytte.

Som det også fremgår af kapitel 3, er der fortsat en del usikkerhed med hensyn til forbuddets rækkevidde, hvilket også har en økonomisk uheldig konsekvens. Det omfattende arbejde køberne af et selskab skal igennem for at tilrettelægge transaktionen, så den ikke bliver omfattet af selvfinansieringsforbuddet, bliver ikke mindre af denne usikkerhed. Uklarheden påfører købere af selskaber øgede transaktionsomkostninger, hvilket kan medføre, at færre transaktioner gennemføres, hvilket ikke er optimalt.

Bestemmelsen har på trods af disse svagheder en meget vigtig funktion som kreditor- og minoritetsaktionærbeskyttelsesregel. I sager, der ligner Boss- og selskabstømmersagerne, vil bestemmelsen have en vigtig funktion.

Som beskrevet i dette kapitel skaber selskabsovertagelser øget samfundsmæssig efficiens. Det er derfor ikke samfundsoptimalt, at ASL §115, stk. 2 stiller barrierer i vejen for selskabsovertagelser, der ikke påfører kreditorerne noget egentligt tab udover en øget risikoprofil på sit indestående.

⁵⁶ Ibid. side 250.

Kapitel 6

Selvfinansieringsforbuddets beskyttelsesomfang

Som det fremgår af kapitel 3 er selvfinansieringsforbuddets forarbejder ganske tavse med hensyn til bestemmelsens formål og virkefelt. Forarbejderne angiver ikke noget grundlag for at begrænse muligheden for selvfinansiering. Der er imidlertid ingen tvivl om, at bestemmelsen skal forhindre en *udhuling* af selskabets kapital til skade for kreditorer og minoritetsaktionærer.¹

I lyset af kapitalfondens danske LBO vurderes selvfinansieringsforbuddet i det følgende som en kreditor- og minoritetsbeskyttelsesregel. Der lægges ud med en diskussion af selskabers frie og bundne reserver, hvorefter en generel diskussion af bestemmelsen følger.

1. Frie og bundne reserver

Udlodning af målselskabets midler til ejerne (køberen) i form af udbytte kan enten ske ved beslutning herom på den ordinære generalforsamling eller ved, at generalforsamlingen bemyndiger bestyrelsen til at udlodde ekstraordinært udbytte.² Efter ASL § 110, stk. 1 er det udelukkende et selskabs frie reserver, der kan danne grundlag for udbytteudlodning. De frie reserver omfatter som udgangspunkt overført overskud og reserver fratrasket overført underskud.

De bundne reserver og selskabets aktiekapital kan ikke danne grundlag for udbyttebetalinger jf. ASL § 110, stk. 1, der ligeledes opremser, hvilke midler der er bundne. Disse omfatter fond for amortiserede aktier, reserve for egne aktier og reserver, der er bundne i henhold til vedtægterne mv. Til ekstraordinær udbytteudlodning kan udover de i

1 *Schans Christensen* (2003), side 321 og 333 og *samme* (1991), side 246, *Gomard* (2006) side 363, note 24, *Werlauff* (2003) side 453, *Giertsen* (1996) side 25 og *Serup* (1996) side 78.

2 Bemyndigelsen kan kun gives frem til tidspunktet for godkendelse af næste årsrapport.

ASL § 110, stk. 1 opremsede midler også anvendes overskud indtjent i indeværende år, med mindre disse beløb ikke er uddelt, forbrugt eller bundet. Yderligere fremgår det, at frie reserver, der er opstået eller blevet frigjort i det indeværende regnskabsår, ligeledes kan anvendes til ekstraordinært udbytte.

Udbyttereglen i § 110 indgår i aktieselskabslovens regelsæt til beskyttelse af selskabers kapital mod forringelse til skade for kreditorerne. Reglen sikrer således, at selskabet har en vis sikkerhedsmargin i de bundne reserver og dermed i selskabskapitalen. Da udbyttereglerne er knyttet til selskabets årsregnskab, og da udbytte således udelukkende kan udbetales af de indeholdte frie reserver, sikres kreditor mod en udhuling af selskabskapitalen.

Ved udbetalingen af ekstraordinært såvel som ordinært udbytte skal der ligeledes følge en erklæring fra bestyrelsen om, at udbyttet ikke overstiger, hvad der er forsvarligt under hensyn til selskabets og i moderselskaber koncernens økonomiske stilling jf. ASL §§ 109a, stk. 3, nr. 2. og 110, stk. 3.

Udbyttereglerne opstiller udelukkende et krav om at der foretages henlæggelser, der er nødvendige efter selskabets økonomiske stilling. De bundne midler kan således udgøre et begrænset beløb i forhold til selskabets samlede aktivers værdi. Reglen stiller heller ikke hindringer for, at selskabet belåner f.eks. sine immaterielle aktiver og efterfølgende udlodder disse midler som udbytte. Kreditorernes beskyttelse i de bundne reserver udgør således i mange tilfælde ikke nogen definitiv beskyttelse mod en øget gældssætning af selskabet og mod en reduktion af selskabets kapital.

I LBO sammenhæng sker debt pushdown transaktionen netop ved, at der optages massive lån i målselskabet, som ofte overstiger de materielle aktivers samlede værdi. Dette hænger sammen med den ændrede lånepraksis i erhvervslivet fra almindelig corporate lending til cash flow baserede lån. Værdiansættelsen af de frie reserver i årsregnskabet er ligeledes ændret således, at værdiansættelsen i dag estimeres ud fra den såkaldte værdibaserede model i stedet for den tidligere transaktionsbaserede model. Dette har medført, at selskabet kan udlodde endnu større beløb end tidligere. Antages det f.eks., at selskabet kommer i økonomiske vanskeligheder, som fører til, at dele af selskabets goodwill må afskrives som tabt, vil lånet til udbytte hurtigt overskride værdien af både de frie og de bundne reserver. På denne måde vil kreditors krav være forringet i tilfælde af, at det pågældende selskab går konkurs.

I overtagelsen af ISS udbetaler køber, som led i debt pushdown transaktionen, omkring 14 mia. kr. i udbytte efter overtagelsen. Udbyttets størrelse skal ses i sammenhæng med, at ISS er en rengøringskoncern, der består af relativt begrænsede mængder materielle aktiver men til gengæld en enorm mængde goodwill. Det fremgår af koncernens årsregnskab fra 2005, at der er materielle aktiver for 1.956 mia. kr., mens goodwill-posten udgør 18.513 mia. kr. Udbyttet på de ca. 14 mia. kr. til debt pushdown ligger således indenfor de frie reserver, men overstiger langt de materielle aktiver.

I Kapitel 4 konkluderes det, at selvfinansieringsforbuddet ikke opstiller hindringer for LBO finansiering, såfremt transaktionerne sker som i ISS og TDC sagerne, hvor kreditorerne og minoritetsaktionærerne ikke lider et egentligt tab. Dette indebærer, at bestemmelsen ikke hindrer en kraftig forøgelse af målselskabets fremmedkapital.

Spørgsmålet er, om bestemmelsen i virkeligheden slet ikke forhindrer en udhuling af selskabets kapital, eller om der i disse tilfælde slet ikke er tale om en udhuling af kapitalen.

Det der taler for, at der ikke sker en udhuling af målselskabet ved en LBO er, at selskabet reelt set ikke bliver mindre værd.³ Effekten af LBO er rent finansielt, at kapitalstrukturen i selskabet er blevet forrykket, således fremmedkapitalen udgør en større andel af selskabets kapital. Det skal dog understreges at et selskab, hvis frie midler (likvider mm.) er udloddet, er blevet tilsvarende mindre værd.

Som det fremgår af kapitel 3, har aktieselskabslovens specialbestemmelser forrang i forhold til § 115, stk. 2.⁴ Argumentationen herfor er, at målselskabets direkte finansieringsmedvirken udhuler kapitalen, hvorimod dette ikke er tilfældet, hvis målselskabet efterfinansierer.

Hvis det er korrekt at konkludere at ISS og TDC-overtagelserne ikke strider mod selvfinansieringsforbuddet, kan man stille spørgsmålstegn ved rationalet bag denne holdning.

2. Långivers risikovillighed

Selskabstømmersagerne, indeholder et usædvanligt element i en selskabsovertagelse. Elementet er, at selskabet sælges for dyrt i forhold

3 Jf. kapitel 5, afsnit 2.1 om *Modigliani & Miller* og teorien om at et selskabs kapitalstruktur ikke har indflydelse på selskabets værdi.

4 Jf. *Schans Christensen* (2003) side 336, *Werlauff* (2003) side 292 ff. og *Krüger Andersen* (2006) side 251 ff.

til dets aktiver og passiver, samt at selskabets likvider langt overgik den egentlige købspris. Dette muliggjorde, at målselskabet ikke alene var i stand til at finansiere overtagelsen, men ligeledes havde midler i overskud. På grund heraf kunne køber opnå en kortvarig kredit hos långiver. Långiver påtog sig således ikke nogen reel risiko i selskabstømmersagerne i modsætning til långivere i almindelige selskabsovertagelse herunder LBO.

Långiver i LBO skal således have tiltro til, at køber kan og vil drive selskabet effektivt, således at denne kan betale renter og afdrag på lånet. Långivers rolle bliver især af betydning, når der ses nærmere på, hvilke motiver og præferencer henholdsvis køber og sælger har. Køber er af den opfattelse, at selskabet kan drives bedre og mere effektivt. Sælger er derimod interesseret i at opnå højest mulige pris på aktierne og har derfor tendens til at favorisere selskabets indtjeningspotentiale overfor køber, ligesom det er nærliggende for sælger at lette købers finansieringsbyrde ved at give adgang til målselskabets aktiver, således at denne er i stand til at overtage selskabet.

Der kan argumenteres for, at selvfinansieringsforbuddet hindrer det ofte uheldige interessesammenfald, der indtræffer i tilfælde, hvor finansieringen sker på bekostning af selskabets kreditorer, idet selskabets risiko for konkurs øges. Inddrages tredjemand i form af en långiver i transaktionerne mellem køber og sælger, og er långiver villig til at låne køber den del af købesummen, der mangler til erhvervelsen af aktierne, er det således muligt at konstruere købsaftalen på en sådan måde, at bestemmelsen ikke længere overtrædes.⁵ Långivers godkendelse og accept af lånet til køber kan derved blive afgørende for, om selvfinansieringsforbuddet overtrædes. Långiver bliver således en slags kontrolinstans for dispositionerne mellem køber og sælger, idet långiver udelukkende vil yde lån, hvis dette låns risiko er acceptabel. Det skal her bemærkes, at långiver udelukkende har krav på renter og afdrag men ikke på en dividende af den samlede gevinst, der eventuelt opnås ved exit. Långiver må derfor antages at være mere forsigtig end kapitalfondene, som har mulighed for at opnå meget høje afkast ved LBO. Hvis långiver altså låner midler til en LBO, giver dette en indikation af, at finansieringen og gældsætningen af selskabet er tilpas sikker, og at selskabet i de kommende år efter overtagelsen vurderes stabilt.

5 Jf. kapitel 2 om debt pushdown.

De eksisterende kreditors risiko stiger betydeligt efter transaktionernes gennemførelse, og deres kreditsikkerhed er således i høj grad afhængig af den nye kreditors vurdering af selskabet. En slankning af et selskab og en kapitalstrukturændring kan dog også ske, selvom selskabet ikke overtages. I alle tilfælde bør kreditor sikre sine krav. En sådan sikring kan ske igennem traditionel pantsikkerhed eller ved at benytte finansielle covenants såsom change of control mv. Hvis der er tale om obligationer, kan disse være *floating rate notes*. Desuden bør kreditor være bevidst om, at øget fremmedkapital kan have positive effekter for både selskabets drift og selskabets værdi.⁶

3. Målselskabets aktier erhverves 100 %

Selvfinansieringsforbuddet forbyder som beskrevet, at målselskabet stiller sikkerhed, yder lån og stiller midler til rådighed for køber. Der skal her argumenteres for, at de forhindringer selvfinansieringsforbuddet opstiller er fordyrende, forlængende og uoptimale for selskabet. Afsnittet bygger på følgende antagelser:

1. Målselskabet erhverves 100 % (dvs. der er ingen tilbageblevne minoritetsaktionærer)
2. Selskabet stiller kun sikkerhed, yder lån samt stiller midler til rådighed, i de midler der i overensstemmelse med aktieselskabsloven kan udloddes som udbytte.

Første antagelse udelukker at der er minoritetsaktionærer tilbage i selskabet efter overtagelsen. Anden antagelse tager udgangspunkt i den finansiering, der sker igennem debt pushdown transaktionerne, hvor refinansieringen af lånene sker igennem udbytte. Disse antagelser er gældende ved mange transaktioner.

Under disse forudsætninger vil det være gældende, at målselskabets mulighed for at stille sikkerhed og yde lån til køber ikke ændrer den stilling eller risiko, kreditor kunne undergå ved andre lovlige dispositioner. Dette følger af, at eksisterende kreditorer efter debt pushdown stilles nøjagtig, som hvis målselskabet selv stillede sikkerheden jf. kapitel 4, afsnit 4. De eksisterende kreditorer må acceptere, at køber efter overtagelsen forøger selskabets gæld, så den del af købesummen, der er finansieret med fremmedkapital, kan blive refinansieret igennem

6 Jf. kapitel 5.

den efterfølgende udlodning af udbytte. Det bemærkes ligeledes, at sælgeren af et selskab i princippet kan stille kreditor i samme situation som efter debt pushdown ved blot at "slanke" selskabet på forhånd ved at optage lån til udbytte og derved mindske købesummen. Igen skal det bemærkes, at den nye långiver ikke vil yde et sådant lån til udbytte, hvis denne ikke har en velbegrundet formodning om, at selskabet kan afdrage lånet efterfølgende. Yder målselskabet køber et lån til erhvervelsen af selskabet enten af de frie midler eller optager målselskabet et lån i de frie reserver og låner disse midler videre til køber, ændrer det ikke kreditors stilling og risiko i forhold til den stilling og risiko, der er efter debt pushdown. På denne baggrund må det således konkluderes, at ud fra en økonomisk betragtning, er selvfinansieringsforbuddet ikke optimalt under de givne forudsætninger, idet man tvinger køber ud i et forholdsvis kompliceret transaktionsforløb uden, at det reelt har nogen indflydelse på de eksisterende kreditors stilling og risiko. Dette forløb er både forlængende og fordyrende for købsprocessen, idet der er væsentlige omkostninger forbundet med både at låne købesummen over to gange samt at udlodde udbyttet til refinansieringen. Dertil kommer de ikke ubetydelige omkostninger, der som regel er til rådgivere. Yderligere skal det nævnes, at disse transaktionsomkostninger i sidste instans skal finansieres af målselskabet, hvorved der lægges yderligere pres på selskabets solvens.

Denne konklusion skal ses i sammenhæng med kapitalfondenes overtagelser, og de samme betragtninger kan ikke anvendes ved en bedømmelse af selskabstømmersagerne.

Forskellen mellem selskabstømmersagerne og kapitalfondenes overtagelser er, at långiveren i førstnævnte sager har en kortvarig rolle som kreditformidler, hvorimod det modsatte er gældende i sidstnævnte overtagelser, hvor kreditor forbliver stakeholder som regel helt til exit.

Långivers tilstedeværelse i selskabstømmernes overskudsselskab er ikke en nødvendighed, idet købesummen i disse sager var mindre end selskabets beholdning af likvide midler, hvilket gør selskabsovertagelsen speciel. Långiver har derfor ingen risiko ved at yde en midlertidig kredit, der er en del af en gensidig betinget aftale, hvor lånet bliver indfriet straks. De likvide midler i overskudsselskabet bestod af udskudte skattebetalinger og egenkapital. Af disse midler er det kun minimumskapitalen, der udgør de bundne reserver. De resterende midler var således frie og kunne i *princippet* udloddes til sælger.

Udbytteudlodning af midler i et overskudsselskab, der ikke udøver virksomhed og ikke tjener penge er, såfremt udbyttet gør selskabet insolvent, i strid med forsvarlighedskriteriet i ASL § 110, stk. 3. I bruttosagerne er det som beskrevet kun køber, der overtræder selvfinansieringsforbuddet, idet denne straks tilbagebetaler den midlertidige kredit til långiver af selskabets *frie midler*. Dispositionen gør selskabet insolvent, og dermed imødekommes anden antagelse ikke, da forsvarlighedskriteriet i ASL § 110, stk. 3, ikke overholdes. Køber i selskabstømmersagerne havde udelukkende det mål at tømme selskabet og forsøgte således ikke at drive selskabet videre eller at eliminere de indestående skattekrav. Havde køber derimod igangsat driften, så skatten kunne elimineres ved f.eks. at bibeholde tilstrækkelige midler i selskabet, og var udbytte udloddet i overensstemmelse med udbytte reglerne, havde dispositionerne sandsynligvis ikke medført en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet. Denne påstand støttes deslige i sagen U.2006.145H.71 denne sag blev transaktionerne gennemført i overensstemmelse med udbytte reglerne. Højesteret udtaler i sagen, at de tilbageværende likvide midler og de midler der yderligere investeres, udgjorde et tilstrækkeligt beløb til, at driften kunne igangsættes. Køberen havde forsøgt at igangsætte driften og dermed skatteelimineringen. Højesteret lagde endvidere vægt på, at det tidligere var lykkedes køber at eliminere sådanne skatter.

Højesteret tillagde det således vægt, at køber havde til hensigt at drive selskabet videre samt at udlodningen på de 42,2 mio. kr. ikke gjorde selskabet insolvent, idet der var 11 mio. kr. tilbage, der sammen med andre midler kunne benyttes til at eliminere skatten. Højesteret udtaler derpå følgende: *"På denne baggrund finder Højesteret ikke fuldt tilstrækkeligt grundlag for at fastslå, at udlodningen stred mod aktieselskabslovens § 110, stk. 2, eller at købersiden i øvrigt herved har handlet ansvarspådragende over for skattevæsenet."*

Skattemyndighedernes tilgodehavende i selskabet, der var blevet påført en større risiko som følge af udbytte transaktionerne medførte således ikke, at dispositionerne blev i strid med selvfinansieringsforbuddet eller reglerne om udbytteudlodning. Hverken køber eller sælger blev derved ansvarlige for skattemyndighedernes tab på 11,8 mio. kr. Dette til trods for at Landsskatteretten tidligere havde fundet de skattemæssige elimineringsforsøg uden reelt indhold.

7 Beskrevet under afsnit 4.3.

Det forhold at långiver skal yde en reel kredit og selv påtager sig en risiko ved lånet, viser sig hermed ikke at være afgørende i disse specielle sager, hvor selskabets likvide beholdning er større end overtagelsessummen.

Det kan således stadig konkluderes, at målselskabets adgang til at stille sikkerhed og yde lån til køber burde være en lovlig disposition så længe, det kun sker af de midler, der kan udloddes som udbytte, og såfremt selskabets aktier erhverves 100 %. Derved vil kreditors stilling ikke forringes i større omfang end ved udbytteudlodning.

Selvfinansieringsforbuddet forbyder foruden sikkerhedsstillelse og lån, at målselskabet stiller midler til rådighed i forbindelse med købers erhvervelse af aktierne i selskabet. Stilles der midler til rådighed i form af pengeeffekter (frie midler og lån i frie reserver) og beløbet herfra ikke er større, end hvad der kunne udloddes ved udbytte, skal det her slås fast at kreditors stilling ikke forringes mere end ved debt pushdown jf. argumentationen ovenfor.

Yderligere skal det anføres, at målselskabets indtjeningspotentiale ikke falder mere af at likvide midler stilles til rådighed frem for at de samme midler udloddes som udbytte. Stiller selskabet i stedet målselskabets driftsaktiver til rådighed for køber til dennes erhvervelse af aktierne, stiller sagen sig måske i praksis en anelse anderledes under de gjorte antagelser.

Sælges dele af driftsaktiverne af enten køber eller sælger og udloddes provenuet efterfølgende uden at være i strid med udbytte-reglerne, forskydes kreditors stilling eller risiko ikke mere end ved debt pushdown. Opgørelsen af driftsaktiver, der stilles til rådighed for køber, kan forringe kreditors stilling, og vil i praksis være vanskelig at afgrænse i forhold til pengeeffekter, fordi driftsaktiverne i højere grad har en direkte effekt på selskabets indtjeningspotentiale end pengeeffekter. Derfor synes selvfinansieringsforbuddet ud fra en praktisk synsvinkel at have en vis berettigelse, hvad angår driftsaktiver, der stilles til rådighed for køber og dennes senere erhvervelse af aktierne. Teoretisk er det således stadig gældende, at salg af driftsaktiver og efterfølgende udlodning af midlerne realiseret fra salget, ikke forøger kreditors stilling eller risiko mere end ved debt pushdown. I Buhl-sagen, stiller målselskabet midler til rådighed ved at overtagelsessummen på aktierne reduceres på betingelse af, at sælger efterfølgende modtager konsulentonorar fra målselskabet.⁸

⁸ U.1997.444H.

Sælgers konsulentydelse præsteres dog reelt ikke, og sælger dømmes derfor til at tilbagebetale konsulenthonoraret. Var sagen blevet bedømt efter de her fremførte argumenter, havde sælger således kun været erstatningspligtig overfor målselskabet (konkursboet), hvis det kunne bevises, at konsulenthonoraret var udbetalt i strid med udbyttereglerne. Sagt på anden måde, skal det bevises, at sælgers konsulenthonorar har medført selskabets insolvens, og at midlerne herfra overskred de frie reserver i selskabet.

Den praktiske betydning af at målselskabet lovligt kan stille midler til rådighed for en aktiekøber, vil nok være begrænset, hvis det antages, at lån og sikkerhedsstillelser fra målselskabet til købers erhvervelse af aktierne ellers er lovlig under de givne forudsætninger.

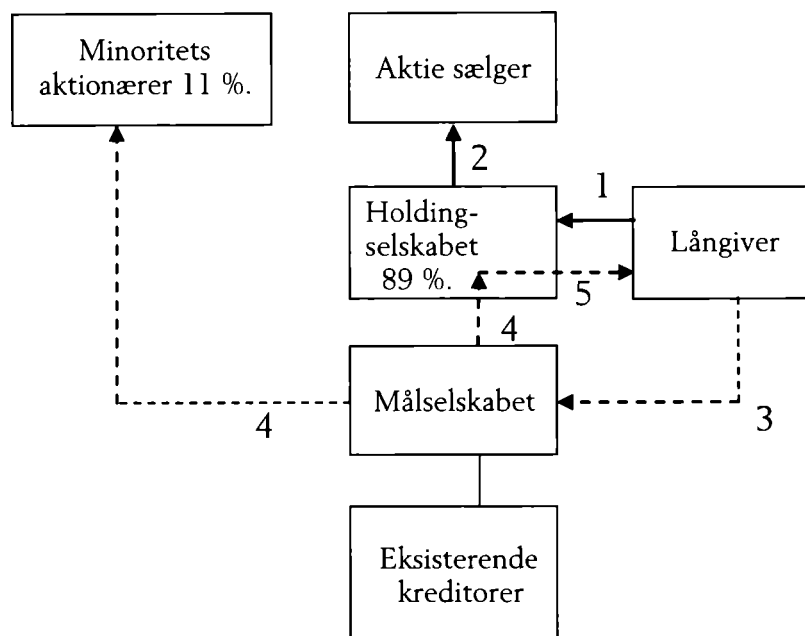
4. Målselskabet erhverves ikke 100 %

I visse selskabsovertagelser er det ikke hele aktiekapitalen, der erhverves. Køber af majoriteten skal således tage hensyn til de tilbageværende minoritetsaktionærs interesser i selskabet. Situationen der nu skal beskrives, tager udgangspunkt i den situation, hvor køber højest erhverver 89,9 % af aktierne og de resterende aktionærer ønsker ikke at sælge deres andel.

Kapitalfondene, der som beskrevet, benytter en høj andel af fremmedkapital og gennemfører transaktioner igennem debt push-down øger kreditrisikoen i selskabet betydeligt. De eksisterende kreditorer, som er behandlet ovenfor, kan benytte en række finansielle og retlige instrumenter til at sikre sig mod denne risiko. I modsætning til kreditor har aktionærerne (især minoritetsaktionærerne) ikke nogle finansielle instrumenter til at sikre sig mod at selskabets risiko forøges. Ved at flytte købesummen ned i selskabet igennem lånt udbytte tilgodeses minoritetsaktionærerne imidlertid for denne øgede risiko.

I den følgende figur er det illustreret, hvordan minoritetsaktionærerne bliver tilgodeset for den øgede risiko i selskabet:

Udbytte finansieret overtagelse:



Transaktionernes rækkefølge:

1. Købers holdingselskaber optager lån til overtagelsen af målselskabet og stiller sikkerhed i målselskabets aktier som pantsættes hos långiver.
2. Holding selskabet køber 89,9 % aktierne i målselskabet med midlerne fra långiver plus egenkapital-indskuddet.
3. Holdingselskabet har nu den bestemmende indflydelse i målselskabet, der er blevet til dennes datterselskab. Datterselskabet optager herefter et lån tilsvarende holdingselskabets lån hos samme långiver. Låneprovenuet er således en del af selskabets frie midler.
4. De eksisterende frie midler og lånet udloddes som udbytte til henholdsvis moderselskabet og minoritetsaktionærerne, der således er blevet dispenseret for den øgede risiko i selskabet.
5. Derefter afdrager holdingselskabet straks lånet, der blev optaget til overtagelsen, og pantsætningen ophører. Alle transaktioner kører som nævnt internt hos långiver, som derved har stor indsigt og kontrol med at gennemførelserne af transaktionerne foregår som planlagt.

Det fremgår således, at debt pushdown dispenserer minoritetsaktionærerne for den risikoforøgelse, som selskabet undergår.

Spørgsmålet er derefter, om minoritetsaktionærerne er tilgodeset når målselskabet stiller sikkerhed eller yder lån samt stiller midler til rådighed for købers erhvervelse af aktierne.

Spørgsmålet belyses under følgende antagelser:

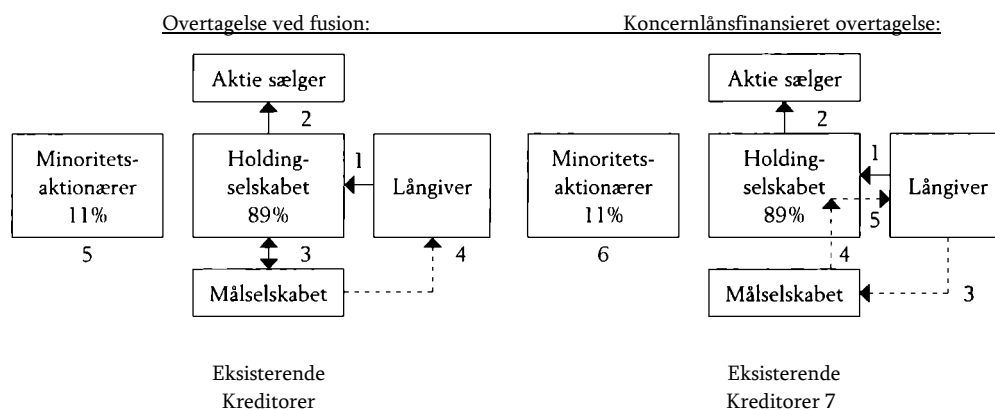
1. Der er minoritetsaktionærer tilbage i selskabet (*ændret antagelse*).
2. Selskabet stiller kun sikkerhed, yder lån samt stiller midler til rådighed i de midler, der kan udloddes som udbytte på lovlig vis.

Svaret er nærliggende. Minoritetsaktionæren tilgodeses ikke for den øgede risiko, idet køber opnår en fordel på bekostning af de resterende aktionærer, der ikke bliver kompenseret for den øgede risiko, selskabet undergår.

I Boss-sagerne erhvervede køberne ikke 100 % af aktierne men kun stemmemajoriteten. Køber havde ikke selv midler til at erhverve aktiemajoriteten og havde derfor brug for adgang til målselskabets (DDBs) datterselskab (B. Muus & Co.), der var i stand til at stille sikkerhed i fast ejendom. Sikkerheden, der blev stillet i nogle ejendomme for det af Schoeller ydede lån, blev udstedt af Boss-deltagerne efter, at de var indvalgt i bestyrelsen. De lånte midler brugte Boss-deltagerne derefter som betaling for aktiemajoriteten. Sikkerhedsstillelsen i den faste ejendom skete således på bekostning af de tilbageværende aktionærer, der således ikke blev kompenseret for den øgede risiko, selskabet undergik.

Denne situation er selvsagt uheldig. Selvfinansieringsforbuddet opstiller hindringer for en sådan tilsidesættelse af minoritetsaktionærers interesser.

I de to følgende figurer er det illustreret, hvorledes minoritetsaktionærerne *ikke* kompenseres, hvor der ydes koncernlån eller der fusioneres.



Transaktionernes rækkefølge ved en efterfølgende Fusion:

1. Holdingselskabet optager lån hos långiver til finansiering af målselskabet og pantsætter aktierne til långiver.
2. Holdingselskabet erhverver aktierne med lånet og egenkapital.
3. Holdingselskabet og målselskabet fusioneres således, at det er målselskabet, der er det fortsættende selskab.
4. Herefter er det målselskabet, der hæfter for holdingselskabets lån.
5. Minoritetsaktionæren bliver ikke kompenseret for den risiko selskabet forøges med.
6. Kreditorerne får en øget risiko men ikke større end hvad loven foreskriver.

Transaktionernes rækkefølge ved et efterfinansieret koncernlån:

1. Holdingselskabet optager lån hos långiver til finansiering af målselskabet og pantsætter aktierne til långiver.
2. Holdingselskabet erhverver aktierne med lånet og egenkapital.
3. Holdingselskabet har nu den bestemmende indflydelse i målselskabet, der er blevet til dennes datterselskab. Datterselskabet optager herefter et lån hos samme långiver, der svarer til holdingselskabets lån minus de frie midler, der er i selskabet.
4. Målselskabet yder herefter et koncernlån af de såkaldte frie midler til holdingselskabet svarende til det første lån.
5. Koncernlånet refinansierer herefter lånet til långiver og pantsætningen af aktierne ophører.
6. Minoritetsaktionæren bliver ikke kompenseret for den risiko selskabet forøges med.
7. Kreditorerne får en øget risiko, men ikke større end hvad loven foreskriver

På denne baggrund og under de givne forudsætninger har selvfinansieringsforbuddet således sin fulde berettigelse, hvor der er tilbageværende minoritetsaktionærer i selskabet. Sikkerhedsstillelse, lån, samt midler stillet til rådighed, herunder koncernlån og fusion mellem holdingselskabet og målselskabet er alle transaktioner, der vil medføre tab for minoritetsaktionærerne, idet disse ikke kompenseres for den øgede risiko målselskabet undergår som følge af disse dispositioner.

Selvfinansieringsforbuddet beskytter altså minoritetsaktionærerne, men dette kræver at målselskabet ikke erhverves 100 %, da der ellers ikke vil være nogen at beskytte. I tilfælde hvor samtlige målselskabets aktier erhverves, synes selvfinansieringsforbuddet som nævnt ikke at have den store relevans. Som en "de lege ferenda"-betragtning kan der argumenteres for, at bestemmelsen indskrænkes til udelukkende at omfatte overtagelser hvor målselskabet ikke erhverves 100 %.

I Norge anvendes en anden løsning, ved at det norske *Nærings- og Energidepartement* er bemyndiget til at bevilge dispensation fra selvfinansieringsforbuddet i en række situationer såsom ved generationsskifte og MBO. Sidstnævnte gælder ligeledes i tilfælde hvor MBO finansieringsmæssigt kan sidestilles med LBO. Dispensationen til at målselskabet kan stille sikkerhed eller yde lån bliver kun givet i den udstrækning ledelsen overtager *hele selskabet*, og ikke blot en del heraf.⁹ Denne praksis fra Norge, hvor det betinges, at hele aktiekapitalen skal overtages, er derfor i overensstemmelse med de her fremkomne resultater. I norsk retspraksis er der ligeledes givet fritagelse fra selvfinansieringsforbuddet med den begrundelse, at køber tilfører selskabet vigtige eller nødvendige kompetencer.¹⁰ Denne praksis, hvorefter der kan bevilges dispensation fra forbuddet synes ikke farbar, da et myndighedsorgan vel næppe er den rette til at vurdere købers kompetencer. F.eks. kan det nævnes, at et LBO ikke er kendetegnet ved, at køberne bibringer virksomheden yderligere knowhow. Alligevel viser flere empiriske undersøgelser, at LBO-selskaber out performer konkurrenterne.¹¹

9 Se *Giertsen* (1996) side 138-139.

10 Se *Giertsen* (1996) side 140 f.

11 Se kapitel 5.

Det fremtidige perspektiv

Der har længe blandt selskabsretseksperter i Europa været diskussion om og kritik af EU's kapitaldirektiv fra 1976, herunder direktivets art. 23 om selvfinansiering. Kritikken har blandt andet været rejst blandt modstandere af legal capital-systemet, som har påpeget at en revurdering og forenkling af reglerne ville styrke det indre marked.

I maj 1996 traf EU kommissionen beslutning om at iværksætte en arbejdsgruppe bestående af repræsentanter fra flere forskellige medlemsstater, med det formål at forenkle visse af fællesmarkedets regler. Kommissionens beslutning udmøntede sig i etableringen af en ekspertgruppe under navnet SLIM.¹² Gruppen fik til opgave at undersøge og udarbejde forslag til en forenkling af EU's første og andet selskabsretlige direktiv, henholdsvis publicitetsdirektivet og kapitaldirektivet.¹³

SLIM-gruppen fremlagde i oktober 1999 en række forslag for kommissionen vedrørende forenkling af kapitaldirektivet og herunder art. 23 om forbud mod selvfinansiering. Gruppen foreslog at gøre kapitaldirektivets art. 23 mere fleksibelt ved at lade selvfinansiering være lovligt indenfor målselskabets frie egenkapital (Selskabets "frie reserver"); på denne måde "ligestilles" selvfinansieringsforbuddets kreditorbeskyttelse med den beskyttelse, der gælder efter reglerne om udbytteudlodning. Alternativt foreslog gruppen at lade forbuddet gælde udelukkende for nytegning af aktier ved kapitalforhøjelse.¹⁴ Forenklingen af kapitaldirektivet kunne danne grundlag for en gradvis afskaffelse af *legal capital-doktrinen*, men en sådan omfattende reform af det europæiske selskabsretlige system vurderedes som uopnåelig og konklusionen på dette spørgsmål blev, at en sådan reform måtte afvente større politisk opbakning. I november 2002 offentliggøres endnu en rapport om reformering og forenkling af fællesskabets selskabsretlige regler, den

12 SLIM er forkortelsen for Simpler Legislation for the Internal Market.

13 Direktiv 68/151/EØF (Publicitetsdirektivet) og direktiv 77/91/EØF (Kapitaldirektivet).

14 Se: Recommendations by the Company Law SLIM Working Group on The Simplification of the First and Second Company Law Directive, side 4 f.

såkalde Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe udarbejdet af High Level Group of Company Law Experts (HLG). Denne rapport bygger videre på SLIM-arbejdet og anbefaler at gruppens første forslag følges, således at selvfinansiering indenfor de frie reserver tillades; *"Such a solution would be consistent with the approach to the acquisition of own shares by the company. The distributable reserves should provide for full cover of the risk associated with the financial assistance. For example, the outstanding amount of a loan made by the company to acquire shares should be covered in full by the company's distributable reserves."* Rapporten anbefaler endvidere, at der i lovgivningen skabes mulighed for, at generalforsamlingen kan bemyndige (mål-) selskabets bestyrelse til at lade selskabet selvfinansiere indenfor de frie reserver i en nærmere afgrænset periode.

Den 29. oktober 2004 fremsætter EU Kommissionen forslag til nyt direktiv om ændring af kapitaldirektivet, herunder direktivets art. 23.² Og den 6. september 2006 foreligger det endelige ændringsdirektiv.³ Efter direktivet affattes artikel 23, stk.1 i kapitaldirektivet herefter således: *"Når en medlemsstat tillader et selskab enten direkte eller indirekte at stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af dets aktier, gør den sådanne transaktioner betinget af at kravene i andet til femte afsnit er opfyldt."*⁴ Herpå følger fire afsnit med forskellige betingelser, der skal være overholdt ved selvfinansiering. I punktform er disse betingelser som følger:

1. Transaktionen skal finde sted på bestyrelsens eller direktionens ansvar.
2. Transaktionen skal finde sted på rimelige markedsbetingelser, især hvad angår renter, som selskabet modtager, og sikkerhedsstillelse for lån og midler, det stiller til rådighed.

1 Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory framework for Company Law in Europe, Bruxelles, 4. November 2002, side 85.

2 Forslag til ændring af Rådets direktiv 77/91/EOF, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital. KOM (2004) 730 endelig.

3 Direktiv 2006/68/EF.

4 Det bemærkes at den danske oversættelse af direktivet følger den tidligere oversættelse af den oprindelige art 23 i kapitaldirektivet således at "advance funds" i den engelske udgave, "avancer des fonds" i den franske udgave og "ger förskott" i den svenske udgave, alligevel er blevet til "stille midler til rådighed" i den danske oversættelse. Dette på trods af at de første udkast til direktivet havde "yde forskud" i den danske tekst i stedet for "stille midler til rådighed".

3. Tredjemands (købers) kreditværdighed eller hvis transaktionen involverer mere end to parter, hver modparts kreditværdighed skal være undersøgt i tilstrækkelig grad.
4. Bestyrelsen eller direktionen skal have forelagt transaktionerne for generalforsamlingen til forudgående godkendelse.
5. Generalforsamlingen skal i overensstemmelse med reglerne om beslutningsdygtighed og flertal i kapitaldirektivets artikel 40, stemme for forslaget. Dvs. i EU-regi som minimum to tredjedele af de stemmer der er knyttet enten til de repræsenterede aktier eller den repræsenterede tegnede kapital. I Danmark må det antages, at den sædvanlige vedtægtsændringsmajoritet vil skulle opnås. Dvs. 2/3 af både de afgivne stemmer som af den stemmeberettigede kapital som er repræsenteret på generalforsamlingen jf. ASL § 78 skal stemme for forslaget.⁵
6. Bestyrelsen eller direktionen skal fremlægge en skriftlig redegørelse til generalforsamlingen, hvori der angives bevæggrundene for transaktionen, selskabets interesse i at gennemføre en sådan transaktion, de betingelser, som transaktionen gennemføres på, risiciene ved transaktionen for selskabets likviditet og solvens og den pris, tredjemand skal betale for aktierne. Denne redegørelse fremlægges i registeret til offentliggørelse i overensstemmelse med artikel 3 i publicitetsdirektivets. Dvs. for Danmarks vedkommende Erhvervs- og Selskabsstyrelsens Edb-informationssystem.
7. Den samlede finansielle bistand til tredjemand må på intet tidspunkt bevirke, at selskabets nettoaktiver bringes ned under det i artikel 15, stk. 1, litra a) og b), nævnte beløb, idet der også tages hensyn til enhver nedbringelse af nettoaktiver, der kan være sket som følge af, at selskabet eller tredjemand på selskabets vegne har erhvervet egne aktier i overensstemmelse med artikel 19, stk. 1.
8. Selskabet skal under passiver på balancen opføre en reserve, der ikke kan udloddes, svarende til den sammenlagte finansielle bistand.
9. Hvis en tredjemand med finansiell bistand fra et selskab erhverver selskabets egne aktier jf. artikel 19, stk. 1, eller tegner aktier, som er udstedt som led i en udvidelse af den tegnede kapital, skal dette ske til en rimelig pris.

5 Da kapitaldirektivets art. 40 opstiller et minimumskrav, er der dog mulighed for nationalt at skærpe kravene yderligere.

Erik Werlauff og *Jacob Hjortshøj* hilser det nye direktiv velkomment og argumenterer begge for en implementering i dansk lovgivning.⁶ Ifølge *Werlauff* ville en implementering af direktivet forbedre beskyttelsesomfanget ved gældsfinansierede selskabsovertagelser. Han nævner som eksempel, at TDC-overtagelsen kunne være finansieret således, at de ca. 40 milliarder kroner der blev trukket ud af selskabet i forbindelse med efterfinansieringen af overtagelsen i stedet kunne have været delt, således at ca. 20 milliarder kroner af de ca. 40 blev benyttet til lovlig selvfinansiering og kun ca. 20 milliarder til efterfinansiering. En sådan løsning ville ifølge *Werlauff* være bedre for selskabet, da udelukkende ca. 20 milliarder og ikke ca. 40 forlader selskabet definitivt.⁷ Dette argument er principielt set rigtigt, men rent praktisk er fordelene dog svære at få øje på, da det jo i sidste ende er målselskabet, der finansierer overtagelsen, uanset om der sker selv- eller efterfinansiering.

En lempelse af selvfinansieringsforbuddet er som udgangspunkt til gavn for forretningslivet, og i mange tilfælde ville det være mindre besværligt og omkostningstungt at overtage selskaber ved at lade målselskabet deltage i finansieringen af overtagelsen, enten ved at låne penge til køberen eller ved at stille sikkerhed for dennes lån. Direktivet tilgodeser herudover som udgangspunkt kreditorerne og minoritetsaktionærerne igennem de ovenfor nævnte beskyttelsesforanstaltninger.

Spørgsmålet er imidlertid om muligheden for lovlig selvfinansiering som muliggøres med reglerne, såfremt de træder i kraft i Danmark, vil blive anvendt i særlig stor udstrækning. I hvert fald er det langt fra sandsynligt, at større selskabsovertagelser vil benytte den nye mulighed for selvfinansiering i stedet for at benytte efterfinansiering og debt pushdown. De ovenfor nævnte ni betingelser er meget omfattende, og overholdelsen af flere af disse krav er tidskrævende og omkostningstunge. Betingelse 5 og 6 udgør en væsentlig byrde, som udover at være ganske tidskrævende også indeholder en risiko for, at generalforsamlingen vil stemme imod forslaget, med deraf følgende fare for at transaktionen ikke kan gennemføres eller i hvert fald forsinkes yderligere.

Det fremgår ydermere af betingelse 6 at transaktionen skal være i selskabets interesse. Det må således blive en udfordring for den siddende ledelse i et større selskab at forklare dets aktionærer, at det er i

6 *Werlauff*'s U.2006B.365 og *Hjortshøj* i Jyllandsposten 6. november 2006.

7 Se U.2006.265B, punkt 7.

selskabets interesse at skifte dem ud med en kapitalfond - der i øvrigt har tænkt sig at beholde den eksisterende ledelse.

Da mange større LBO'er som eksempelvis TDC-overtagelsen ofte er underlagt et tidspres og er forretningsmæssigt følsomme, er disse betingelser en væsentlig hæmsko for at lade målselskabet yde finansiel bistand i form af lovlig selvfinansiering i forbindelse med overtagelsen.

Derudover kan der stilles spørgsmålstejn ved hvorledes købers eller købernes kreditværdighed skal undersøges. Som regel vil køberne ved LBO etablere et SPV som beskrevet i kapitel 2. Et sådant SPV vil som regel udelukkende indeholde en meget begrænset mængde kapital svarende til minimumskapitalkravet. Som LBO foretages i dag, kan et sådant SPV låne penge mod sikkerhed gennem den dobbelteksponerede låneaftale. Hvis selvfinansiering skal foretages efter det nye direktivs regler, vil kapitalfondene bag et SPV være nødt til at gøre det pågældende SPV kreditværdigt ved eventuelt at føre mere kapital ind i selskabet, ved at udstede en garanti, kautionere eller stille sikkerhed. En sådan indblanding har kapitalfonde hidtil ikke ønsket.

Direktivet og dets indflydelse på danske selskabsovertagelser, såfremt det implementeres i dansk ret, vil blive yderligere behandlet af forfatterne i en særskilt artikel i Erhvervsjuridisk Tidsskrift nr. 2. 2007.

Sammenfatning

Et betydeligt antal større danske selskaber har de senere år været udsat for en leveraged buyout. Sådanne buyouts bygger på en massiv gearing af det selskab, der overtages, idet selskabernes frie midler udloddes som udbytte efter overdragelsen, og en betydelig del af selskabernes egenkapital udskiftes med fremmedkapital. LBO har været kritiseret for at benytte målselskabets midler til at finansiere overtagelsen til skade for selskabets kreditorer og minoritetsaktionærer.

Der gælder et forbud mod selvfinansiering i aktieselskabslovens §115, stk. 2, som forbyder et selskab at yde lån til finansiering af aktier i selskabet eller i øvrigt stille sikkerhed eller midler til rådighed i forbindelse hermed.

Formålet med denne bog har blandt andet været at undersøge, hvorvidt LBO, der som regel foretages af en eller flere kapitalfonde, var i strid med dette selvfinansieringsforbud samt i øvrigt vurdere forbuddet på baggrund af disse buyouts.

Ved LBO benyttes en finansiell manøvre, som på snedig vis lader målselskabet finansiere sin egen overtagelse uden at blive bremsat af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2. Denne såkaldte debt pushdown finansiering foregår således, at køberen af målselskabet aftaler med den eller de finansierende banker, at de lån der optages til at finansiere overtagelsen skubbes ned i målselskabet og dets driftsselskaber umiddelbart efter closing/opfyldelse af overdragelsesaftalen. I "teorien" foregår dette ved, at målselskabet overtager lånet og udbetaler ekstraordinær dividende, som benyttes til at indfri de oprindelige lån, som køber optog før overdragelsen. Rent praktisk foregår dette ved, at bankerne flytter lånene fra kapitalfondenes holdingselskab til målselskabet, således at målselskabet i virkeligheden afdrager på det af køber optagede lån. Ved at anvende debt pushdown er det således reelt målselskabet, der finansierer sin egen overtagelse.

Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 har ikke forrang for de øvrige specialbestemmelser i aktieselskabsloven, og der er således intet til hinder for at lade målselskabet betale udbytte til de nye aktionærer

umiddelbart efter en overtagelse, også selvom dette sker direkte i forbindelse med overtagelsen. Begrundelsen for denne indskrænkende fortolkning af bestemmelsen findes i argumentet om, at aktieselskabslovens kapitalregler indeholder tilstrækkelig beskyttelse af kreditorerne og minoritetsaktionærerne.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har til stadighed lempet praksis angående selvfinansieringsforbuddet, men styrelsen tillader dog fortsat ikke, at der gennemføres en fusion mellem købers holdingselskab og målselskabet umiddelbart efter en overtagelse, idet fusionsreglerne ifølge Styrelsen ikke sikrer tilstrækkelig beskyttelse af kreditorerne og minoritetsaktionærerne. Denne praksis kritiseres i litteraturen.

Selvfinansieringsforbuddet blev etableret i begyndelsen af 1970'erne, bl.a. på baggrund af Boss-sagskomplekset. I disse sager lod nogle medlemmer af sammenslutningen Boss of Scandinavia sig indvælge i bestyrelsen af et selskab, som de endnu ikke havde betalt for. Herefter lod de dette selskab stille sikkerhed for et lån til de selv samme medlemmer til skade for de øvrige aktionærer og kreditorer i selskabet.

Selskabstømningerne i 1980'erne og 1990'erne aktualiserede for alvor et selvfinansieringsforbud, da overtagelsen af de såkaldte overskudsselskaber i de fleste tilfælde skete ved at lade målselskabet finansiere sin egen overtagelse med det bevidste formål at skabe en gevinst på bekostning af skattemyndighederne. Selvfinansieringsforbuddet dannede i disse sager grundlag for både købers og sælgers samt eventuelle rådgiveres erstatningsansvar.

Kapitalfondenes overtagelser af ISS og TDC indebar en kraftig gearing af selskaberne, ligesom selskabernes kapitalreserver blev beskåret kraftigt. Især overtagelsen af ISS medførte et betydeligt fald i kurserne på selskabets erhvervsobligationer. På samme måde som i Boss-sagerne og selskabstømmersagerne led kreditorerne således skade som følge af selskabernes overtagelser. Der er dog visse afgørende forskelle ved ISS- og TDC-overtagelserne og de to tidligere typer sager. Blandt andet led obligationsinvestorerne ikke et egentligt tab ved overtagelserne, som det var tilfældet i Boss- og selskabstømmersagerne. Derudover drives selskaberne videre efter going concern princippet.

Almindelig praksis er efterhånden, at obligationsinvestorer må sikre sig kontraktuelt mod, at det obligationsudstedende selskab undergår en overtagelse. Sådanne change of control klausuler var ikke påhæftet erhvervsobligationerne i ISS og TDC. Det vil nok sjældent forekomme i fremtiden, at erhvervsobligationer udstedt af selskaber, der kan overtages af kapitalfonde, ikke indeholder change of control-klausuler.

Det har længe været diskuteret, om Leveraged buyouts er gavnlige eller skadelige for samfundet. En del af værdiskabelsen ved LBO opnås ved at udnytte det såkaldte skatteskjold. Udnyttelsen af et sådant skatteskjold udgør dog ikke grundlaget for en LBO i sig selv. Kapitalfondes selskabsovertagelser skaber herudover kun i meget begrænset omfang bedre muligheder for at udnytte et skatteskjold, end selskaberne allerede har inden en overtagelse. Ved en LBO udnyttes visse gavnlige effekter af den øgede gæld i selskabet. Blandt andet reduceres agency costs of free cash flow. Disse omkostninger er høje i tilfælde, hvor et selskab har betydelige reserver, som ikke bliver udnyttet optimalt. Ved at gældsætte selskabet holdes den professionelle ledelse fast og vil således ikke kunne misbruge selskabets reserver. Derudover skaber den øgede gæld ekstra kontrol fra fremmedkapitalindskydere.

Der kan ligeledes være andre grunde til, at en kapitalfond overtager et selskab. Herunder kan nævnes, at kapitalfondene kan se et større potentiale i selskabet, end markedet hidtil har kunnet. I visse tilfælde kan opnås conglomerat-discounts mv. I TDC- og ISS-overtagelserne blev selskabernes erhvervsobligationer endvidere udnyttet således, at der kunne opnås en finansiell besparelse.

Den samfundsmæssige effekt af LBO er svær at fastslå endeligt. Der er visse uheldige konsekvenser forbundet med, at selskaber opkøbes og afnoteres fra et i forvejen begrænset nationalt aktiemarked. Derudover går samfundet glip af information om de pågældende selskaber, efter disse er afnoteret ligesom staten, går glip af en del selskabsskatter. En massiv gearing af et selskab øger derudover konkursrisikoen i selskabet.

Der er dog ligeledes gavnlige effekter af LBO, idet selskabsovertagelser som regel vil være gavnlige for målselskabet og dermed også for samfundet i det hele. Det faktum, at målselskabet gældssættes markant, medfører som tidligere nævnt en del gavnlige effekter for selskabet. På denne baggrund er det konkluderet, at ASL § 115, stk. 2 har en vigtig funktion som kreditor- og minoritetsaktionærbeskyttelsesregel, men at bestemmelsen opstiller hindringer for samfundsgavnlige selskabsovertagelser, idet reglen tvinger køber ud i en fordyrende finansieringsmanøvre, som påfører denne øgede transaktionsomkostninger. Denne barriere kan således hindre investorer i at erhverve et selskab. Dette er selvsagt samfundsmæssigt inefficielt.

Under antagelse af at målselskabet udelukkende yder lån eller stiller sikkerhed til rådighed i de midler, der i overensstemmelse med aktieselskabslovens udbytteregler kan udloddes som dividende, er der

stillet spørgsmålstegn ved selvfinansieringsforbuddets beskyttelsesomfang. Såfremt denne antagelse gælder, vil påvirkningen af kreditorerne være den samme uanset om målselskabets midler udloddes før en overtagelse eller efter. Derimod vil der være forskel på minoritetsaktionærernes beskyttelse.

Analysen af selvfinansieringsforbuddets beskyttelsesomfang konkluderer at sikkerhedsstillelse og lån der gives som direkte selvfinansiering inden for selskabets frie reserver hverken stiller aktionærerne eller kreditorerne ringere end deres stilling er efter en debt pushdown transaktion såfremt selskabet overtages 100 %. Yderligere blev det beskrevet at lån og sikkerhedsstillelse i tilfælde hvor der er tilbageværende minoritetsaktionærer i målselskabet efter overtagelsen, ikke kompenserer disse for den øgede risiko selskabet har efter en kraftig gearing. Minoritetsaktionærerne vil således blive udsat for "asset substitution" i stil med obligationsinvestorerne ved ISS overtagelsen fordi de er med til at bære risikoen for købers lån. I modsætning hertil kompenserer debt pushdown transaktionen minoritetsaktionærerne for denne risiko, idet minoritetsaktionærerne får deres andel af det udbytte, der refinansierer købers lån. Analysen påviste således at forbuddet i ASL §115, stk. 2 til stadighed yder en effektiv beskyttelse i de situationer hvor der stadig er tilbageværende minoritetsaktionærer.

Ordbog

Følgende ordliste er skabt på baggrund af anvendte begreber og forkortelser i teksten. Forklaringerne skal ikke ses som fuldstændigt fyldestgørende, men udelukkende som en hjælp i forbindelse med læsningen af bogen.

<i>ASL</i>	Aktieselskabsloven.
<i>APSL</i>	Anpartsselskabsloven.
<i>Asset substitution</i>	Betegnelsen for den situation at en investorgruppe skaber øget nytte til sig selv på bekostning af en anden investorgruppe, f.eks. er værdiskabelsen ved LBO af nogen blevet kritiseret for at ske på bekostning af kreditorerne.
<i>Bridge facilities</i>	Lån med kort løbetid.
<i>Cash flow</i>	Et selskabs betalingsstrøm. Udregningen af et givent selskabs cash flow sker ved at fratrække investeringer i omsætningsaktiver og -passiver samt i materielle anlægsaktiver fra virksomhedens primære driftsresultat. Hertil lægges virksomhedens afskrivninger samt andre ikke likviditetskrævende poster.
<i>Cash pool</i>	Kreditarrangement hvor alle kreditter samt i visse tilfælde likvider i koncernforbundne selskaber indgår på en samlet koncernkonto. Kan være <i>notional</i> eller <i>zero balancing</i> . Se herom kapitel 3, afsnit 5.1.4.
<i>Closing/completion</i>	Berigtigelse og opfyldelse af en overdragelsesaftale.
<i>Clubbing LBO</i>	LBO af et selskab foretaget af flere kapitalfonde i fællesskab.
<i>Concentration account</i>	Konto der benyttes til at samle forskellige selskabers konti i en cash pool-ordning. Kaldes også <i>Master concentration account</i> .
<i>Conglomerat discount</i>	Gevinst der kan opnås ved at splitte et selskab eller en koncern op i mindre virksomheder.

Ordbog

<i>Contested takeover</i>	Ledelsesfjendtlig overtagelse. Overtagelse af et selskab uden accept fra den siddende ledelse i selskabets.
<i>Corporate control</i>	Aktiv kontrol med et selskab.
<i>Corporate governance</i>	Teori om principper for "god selskabsledelse". Specielt koncentrerer teorien sig om hvilke interesse et selskab bør varetage, herunder især aktionærernes.
<i>Corporate lending</i>	Lån der ydes på baggrund af værdien af låntagers aktiver og hvor disse aktiver danner grundlag for sikkerhedsstillelse for lånet. Corporate lending er det amerikanske begreb for traditionel långivning mod sikkerhed.
<i>Covenant</i>	Engelsk/amerikansk for kontraktsklausul. Covenants kan være <i>affirmative</i> og <i>negative</i> . Førstnævnte kræver at modtageren har forpligtet sig til aktivt at foretage visse i klausulen beskrevne dispositioner. Sidstnævnte bestemmer at modtagerne skal afholde sig fra at foretage visse dispositioner.
<i>Debt pushdown</i>	Finansiell manøvre ved en selskabsovertagelse (LBO), hvormed gælden optaget til finansiering af overtagelsen, skydes ned i målselskabet efter overtagelsen. Se kapitel 2, afsnit 2.3.
<i>EBIT</i>	"Earnings Before Interests and Taxes". Driftsresultat før finansielle poster og skat.
<i>EBITDA</i>	"Earnings before Interests, Taxes, Depreciations and Amortization" (EBIT før afskrivninger og amortisering).
<i>Efficiens</i>	Økonomisk begreb for et samfunds optimale tilstand. Den mest optimale fordeling af et samfunds knappe ressourcer.
<i>EMTN</i>	"European Medium Term Notes". Europæiske obligationsserier.
<i>Exit</i>	Betegnelse for de måder, hvorpå en eller flere investorer kan realisere deres investering i en virksomhed. Exit sker enten ved salg af virksomheden til tredjemand eller ved børsnotering af selskabet.
<i>E&S</i>	Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

<i>Financial Distress</i>	(<i>Costs of</i>) Juridiske og administrative omkostninger der er forbundet med at selskabet ikke kan overholde sine låneforpligtelser samt omkostninger ved konkurs.
<i>Floating rate</i>	Variabel rente.
<i>FT</i>	Folketingstidende.
<i>Going concern</i>	Engelsk/amerikansk udtryk for "fortsat drift",
<i>Going private</i>	se <i>public to private</i> .
<i>GSCP</i>	Kapitalfonden "Goldman Sachs 8c Capital Partners."
<i>Hedge fond</i>	Investeringsfond.
<i>High yield bonds</i>	En risikofyldt obligation der har en lav rating men et tilsvarende højt afkast(rente). Kaldes også <i>junk bonds</i> .
<i>HLG</i>	High Level Group of Company Law Experts. Et ekspertudvalg som blev etableret for at komme med forslag til EU kommissionen vedrørende en revurdering af det europæiske fællesskabs selskabslovgivning.
<i>Inter company loan</i>	Koncernlån. En betegnelse for de lån der anvendes ved debt pushdown.
<i>Investment bank</i>	Finansiell institution eller afdeling i en større bank som udelukkende beskæftiger sig med formidling af værdipapirhandel, finansiell rådgivning og andre serviceydelser i forbindelse hermed.
<i>Investment grade</i>	Finansielt aktiv der er forholdsvis stabilt ranket og som ikke er risikabel. Se modsat <i>High yield bonds</i> .
<i>IPO</i>	Initial public offering. En børsintroduktion.
<i>Junior gæld</i>	Efterstillet gæld.
<i>Junk bonds</i>	se <i>High yield bonds</i> .
<i>LBO</i>	Leveraged Buyout / gearret majoritetsovertagelse af et selskab
<i>Letter of comfort</i>	Støtteerklæring. Erklæringens formål er at skabe tillid mellem parter i et låneforhold, uden at afgiveren direkte påtager sig en forpligtelse i form af kaution eller garanti.
<i>Lex specialis</i>	Dette begreb betegner det forhold at en retsregel har forrang for en anden.

Ordbog

<i>LIBOR / CI BOR</i>	"London Interbank Offered Rate" / "Copenhagen Interbank Offered Rate". Disse renter er dem, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på interbankmarkedet i henholdsvis London og København.
<i>Limited partnership</i>	Engelsk/amerikanske pendant til et kommanditselskab. Equity fonde vil som regel være organiseret som LP. Der sondres mellem <i>independent</i> og <i>captive</i> LP'er, se herom i indledningen til kapitel 2.
<i>MBO</i>	<i>Management buyout</i> . Overtagelser hvor en siddende ledelse i et selskab overtager det pågældende selskab. Ofte anvendes store mængder gæld til at finansiere overtagelsen ligesom ved LBO.
<i>Moody's</i>	Amerikansk selskab der yder investorservice og som udarbejder finansielle rapporter. Selskabet rater ligeledes selskabers kreditværdighed.
<i>Målselskab</i>	Et selskab der opkøbes.
<i>Negative pledge</i>	Negativ kontraktsklausul som forbyder modtageren at stille sikkerhed i visse aktiver.
<i>NPV</i>	<i>Net present value</i> . Nutidsværdi. Den tilbagediskonterede værdi af en investering.
<i>Option (call/put)</i>	En call-option er en ret til at købe et givent aktiv på et bestemt tidspunkt. En put-option er omvendt retten til at sælge.
<i>Pari Passu</i>	Klausul eller covenant i en låneaftale der forbyder låntageren at træffe foranstaltninger, der sikrer visse kreditorer en bedre fyldestgørelse end andre. Låntageren skal efter en sådan klausul drage omsorg for, at et givent lån til hver tid rangerer pari passu med de øvrige (usikrede) forpligtelser.
<i>PE-fond</i>	Private equity fond. Kapitalfond. Se også <i>limited partnership</i> .
<i>PIK</i>	"Payment in kind". Et gælds-brev knyttet til et lån der giver udstederen mulighed for at modtage enten en (høj) rente eller modtage yderligere gælds-breve i lånets løbetid. PIK-lån rangerer lavere end al anden gæld i et selskab.

<i>Public tender offer</i>	Offentlig købstilbud.
<i>Public to private</i>	Opkøb af et selskab med samtidig afnotering af selskabet. Benævnes også <i>going private</i> .
<i>Private equity fond</i>	Se <i>PE-fond</i> .
<i>Revolving credit facilities</i>	Kassekredit.
<i>R&R</i>	Tidsskriftet Revision & Regnskabsvæsen.
<i>Second lien</i>	Simpelt lån hvis sikkerhed er subordinated (underordnet) eller som slet ikke har sikkerhed, se <i>special purpose vehicle</i> .
<i>Single purpose vehicle</i> <i>SLIM</i>	Forkortelse for Simpler Legislation for the Internal Market. Et projekt med en række ekspertgrupper initieret af EU kommissionen med henblik på at komme med forslag til en simplificering af en række fællesskabsregler.
<i>Special purpose vehicle</i>	Holdingselskab etableret alene med det formål at overtage en virksomhed.
<i>SPV</i>	<i>Special Purpose Vehicle</i> .
<i>Stabled finansiering</i>	Den finansiering som en investment bank der bistår sælger ved en takeover, kan stille til rådighed for køber.
<i>Subordinated debt</i>	Efterstillet gæld.
<i>Swaps</i>	Aftaler mellem investorer om at skifte cash flows på deres indbyrdes værdipapirer. På denne måde udlignes forskellen i de forskellige værdipapirers risiko og afkast.
<i>Syndikering</i>	Fordelingen af et lån til eksempelvis en aktieovertagelse mellem flere banker og pengeinstitutter. Syndikering benyttes til at sprede risikoen ved et givent lån långiverne imellem.
<i>S&DP</i>	Standard & Poor's. Amerikansk finansielt selskab i McGraw-Hill koncernen som udarbejder finansielle rapporter og ranker selskabers kreditværdighed.
<i>S&P 500</i>	Liste over 500 amerikanske børsnoterede selskaber. Det såkaldte S&P 500-index. Indekset er ejet og styret af Standard & Poor's.
<i>Takeover</i>	Aktiemajoritetsovertagelse.
<i>Tender offer</i>	Offentligt "venligtsindet" købstilbud.
<i>WACC</i>	"Weighted Average Costs of Capital". Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

Ordbog

Working capital

Et selskabs nettoomsætningsaktiver eller dets driftskapital. De midler et selskab kan benytte til investeringer samt til dækning af pludselig opståede omkostninger.

Litteratur

- Adler, Barry E* <Sd *Larry E. Ribstein*: Debt, Leveraged buyouts, and Corporate Governance, Policy Analysis 1999 no. 120
- Aktuel Erhvervsjura, Revision & Regnskabsvæsen, nr. 12 (1994)
- Altman, Edward I.*: A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Costs Question. Journal of Finance (1984)
- Altman, Edward I & Edith Hotchkiss*: Corporate financial Distress and Bankruptcy, 3. udgave, John Wiley & Sons, Inc. (2006)
- Andersen, Lennart Lynge* <Sd *Erik Werlauff*: Kreditretten, Forlaget Thomson, 4. udgave (2005)
- Andersen, Lennart Lynge*: Kreditretten I 1990'erne, i Lynge Andersen m.fl. (red.): Festskrift til Ole Lando, GadJura (1997)
- Andersen, Poul Krüger*: Aktie- og anpartsselskabsret, 9. udgave, Jurist- og Økonomforbundets forlag (2006)
- Andersen, Poul Krüger & Ruth Nielsen*: Retsøkonomi og retskildelære, Ugeskrift for retsvæsen, U. 1998B.476
- Andrade, Gregor Steven N. Kaplan*: How Costly is financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed, Journal finance November (1997)
- Baker, George P George David Smith*: The New Financial Capitalists, Kohlberg Kravis Roberts and the Creation of Corporate Value, Cambridge University Press (1998)
- Blume, Peter*: Juridisk metodelære. En indføring i rettens og juraens verden, 2. udgave, Jurist og økonomforbundets forlag (2002)
- Braad, Anders* <Sd *Claus Nielsen*: Selvfinansieringsforbudet i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, Nordisk Tidsskrift for selskabsret, nr. 4 (2001)
- Brealy, Richard A. & Stewart C. Meyers*: Principles of Corporate finance, 7. udgave, McGraw-Hill/Irwin, (2003)
- Brigham, Eugene F., Louis C. Gapenski & Phillip R. Daves*: Intermediate Financial Management, The Dryden Press (1999)
- Bull, Ivan*: Management Performance in Leveraged Management Buyouts: An Empirical Analysis, Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences, Homewood, Illinois: Dow Jones Irwin, (1989) s. 69-95
- Christensen, Jan Schans*: Contested Takeovers in Danish Law, G.E.C. Gads Forlag (1991)

Litteratur

- Christensen, Jan Schans:* Kapitalselskaber, Aktie- og anpartsselskabsret, Forlaget Thomson (2003)
- Christensen, Jan Schans:* Grænseoverskridende virksomhedsoverdragelser, GadJura, 1. udgave (1998)
- Cotter, James F. & Sarah W. Peck:* The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist, *Journal of Financial Economics* 59 101-147 (2001)
- Dahl, Børge:* Erhvervsjura som ledelsesredskab, i *Niels Ørgaard* (red.): FSRs årsskrift 1990 - Erhvervsret (1990)
- Danmarks Nationalbank:* Betalingsformidling i Danmark, (2005)
- Dames, Paul L:* Gower and Davies' Principles of Modern Company law, 7th ed., Sweet & Maxwell (2003)
- Depamphilis, Donald:* Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, 2. edition, Harcourt Publishers Ltd (2002)
- Eyben, Bo von:* Juridisk ordbog, 12. udgave, Forlaget Thomson (2004)
- Finnerty, John D. & Douglas R. Emery:* The Value of Corporate Control and the Comparable Company Method of Valuation, Financial Management, Spring 2004
- Giertsen, Johan:* Selskabsfinansierede aksjeerhverv - Kan et selskab stille midler til rådighed for erverv af aksjer i selskabet, Universitetsforlaget, (1996)
- Gomard, Bernhard:* Aktieselskaber og anpartsselskaber, 2. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag (1992)
- Gomard, Bernhard:* Aktieselskaber og anpartsselskaber, 5. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag (2006)
- Gomard, Bernhard:* Cashpooling og Koncernkonti i Emner i kredit- og kapitalmarkedsretten af Lennart Lynge Andersen (red.), Gjellerup, (2004)
- Gomard, Bernhard:* Moderne erstatningsret, Jurist- og Økonomforbundets forlag, (2002)
- Gomard, Bernhard:* Selskabstømning efter Højesterets dom i Satair-sagen, Revision & regnskabsvæsen 1997, nr. 3, side 9
- Groh, Alexander & Oliver Gottschalg:* The Risk-Adjusted performance of US-buyouts, EBSLG, (2005)
- Grinblatt, Mark & Sheridan Titman:* Financial Markets and Corporate Strategy, 2nd Edition, (2002)
- Hansen, Johannus Egholm & Christian Lundgren:* Køb og salg af virksomheder, 3. udgave, Nyt Juridisk Forlag (2005)
- Hansen, Jesper Lau:* Retsøkonomiens veje og vildveje, Ugeskrift for retsvæsen, U.1999B.115

- Hansen, Søren Friis & Jens Valdemar Krenchel*: Dansk Selskabsret 1,2. Udgave, Forlaget Thomson (2006)
- Hansen, Søren Friis & Jens Valdemar Krenchel*: Dansk Selskabsret II, 1. Udgave, Forlaget Thomson (2000)
- Hansen, Søren Friis & Jens Valdemar Krenchel*: Lærebog i selskabsret II, Kapitalselskaber, Forlaget Thomson (2000)
- Hansen, Søren Friis Karsten Engsig Sørensen*: Reform af selvfinansieringsforbudet - i lyset af de danske erfaringer med selskabstømning. Nordisk tidsskrift for selskabsret 2002 vol. 4, nr. 3
- Hockless, Peter & Sung Su Pak*: Mezzanine financing: the European and US experience, International Financial Law Review, the 2005 Guide to Private Equity and Venture Capital 2005, side 79
- Holthausen, Robert W & David F. Larcker*: The Financial Performance of Reverse Leveraged Buyouts, Journal of Financial Economics 42 (1996) 293-332
- Hørlyck, Erik*: Aktie- og anpartsselskaber. En introduktion, jurist- og økonomforbundets forlag (1985)
- Hørlyck, Erik*: Tegningsret og stemmeret efter afbetalingskøb af aktier. Nogle bemærkninger i anledning af Boss-sagen, Juristen 1970 side 491
- Hørlyck, Erik*: Om tegningsfuldmagtens grænser og Boss-sagerne, Juristen 1971 side 139
- Jacobsen, Søren Vandsø & Christian Lindekilde Schmidt*: Cash Pooling i selskabsretlig belysning, Nordisk tidsskrift for selskabsret nr. 4 (2002)
- Jan Andersson*: The High Level Group and the Issue of European Company Law harmonisation - Europe Stumbles Along? i *Mette Neville & Karsten Engsig Sørensen (eds.): The Regulation of Companies - A Tribute to Paul Krüger Andersen*, Forlaget Thomson, 2003
- Jensen, Nils, Kjellegaard*: Revision & Regnskabsvæsen, nr. 3 (2004)
- Jensen, Nils, Kjellegaard*: Selskabsretlig Håndbog -u-/lovligt kapitaludtræk i A/S og ApS, nyt juridisk forlag (2005)
- Jensen, M.C. W.H. Meckling*: Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure, Journal of financial Economics (1976)
- Jensen, M.C.*: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate finance and Takeovers, American Economic Review 76 (1986)
- Kaplan, Steven N.*: Sources of Value in Management Buyouts, Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences, Homewood, Illinois: Dow Jones Irwin, (1989) s. 95-103

Litteratur

- Kaplan, Steven & Antoinette Schoar*: Private Equity Performance: Return, Persistence and Capital Flows, *Journal of Finance*, Volume 60, Issue 4, August (2005) s. 1791-1823
- Kyhl, Søren Thomas Grønkjær*: TDC casen set fra erhvervsobligations-synsvinklen, *Finans/Invest* nr. 5 (2006)
- Leland, Hayne E.*: Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure, *Journal of Finance* Vol. LIII, No. 4 August 1998
- Modigliani, Franco & Merton H. Miller*: The Costs of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, nr. 3 (1958)
- Møller, Michael & Claus Parum*: Optimal Kapitalstruktur og udlodningspolitik, *Finans Invest* nr. 4 (2001)
- Møller, Michael & Niels Christian Nielsen*: Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed, 1. udgave, Handelshøjskolens Forlag (2004)
- Neville, Mette*: Aktionærlån i Selskabers kapital af Lars Bo Langsted (red.), Jurist- og Økonomiforbundet, (1999)
- Neville, Mette & Erik Werlauff*: Lovligt aktionærlån, *Ugeskrift for Retsvæsen*, U.2003B.201
- Nielsen, Ruth*: Retskilderne, 7. udgave, Jurist- og økonomiforbundets Forlag **[2002]**
- Nielsen, Ruth & Christina D. Tvamø*: Retskilder & retsteorier, 1. udgave, Jurist- og økonomiforbundets Forlag (2006)
- Nielsen, Thøger*: Indkomstbeskatning, I bind, Juristforbundets forlag (1965)
- Parum, Claus*: Finansieringspolitikens betydning for kapitalomkostninger og værdiansættelse - Det typiske (lærebogs) svar er sjældent relevant, *Finans/Invest*, nr. 7 (2002)
- Perkins, Joanna*: Case and Comment - Third Parties and the Reach of Interjunctions, *The Cambridge Law Journal*, Juli 2003, side 241-278
- Pinegar, Michael J & Lisa Wilbricht*: What Managers Think of Capital structure theory: A survey, *Financial Management*, winter (1989)
- Plesner, Søren*: Private Equity, *Finans/Invest* nr. 08 (2003)
- Raaschou-Nielsen, Agnete & Nicolai Juul Foss*: Indledning til rets- og kontraktsøkonomi, *GadJura* (1996)
- Riis, Thomas*: Ophavsret og retsøkonomi - immaterielle goder i kulturøkonomisk belysning, *GadJura* (1996)
- Rosenberg, Ida, Lone Sneholdt & Niels Thomsen*: Aktieselskabsloven med ændringer senest af 23. december 1998 (A/S loven med kommentarer), Thomson (1999)
- Rose, Caspar*: Fremmer øget institutionelt ejerskab - virksomhedernes værdiskabelse?, *Finans/Invest*, nr. 4 (2005)

- Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff*: EU selskabs-, børs- og kapitalmarkedsregler, Jurist og Økonomforbundets Forlag, 2. udgave (2003)
- Schaumburg-Müller, Peer*: Kapitalmarkeds- og selskabsrettens grundlæggende formål, i Red. Lennart Lynge Andersen, Kreditrettens udvikling, Gjellerup (2003)
- Serup, Michael*: Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet, Ugeskrift for Retsvæsen, U.1996B.72
- Sharpies, Richard*: How Europe is stretching debt packages, International Financial Law Review, the Guide to Mergers and Acquisitions 2005, side 151
- Skovbo, Eva Aaen*: Bør advokater forstå sig på retsøkonomi?, Advokaten 1/2004 side 6
- Spleth, P.*: Om at drage slutninger af, at noget ikke er gjort gældende. Yderligere bemærkninger til Boss-sagen, Juristen 1970 side 491
- Spleth, P.*: Bemærkninger til foranstående, Juristen 1971 side 142
- Sterling, Mark & Mike Wright*: Management Buyouts and the Law, Blackwell Law (1991)
- Sørensen, Poul G.*: Selskabs-tømningens Anatomi, GadJura (1995)
- Sørensen, Poul G.*: Selskabs tømning, GadJura (1997)
- Tamasauskas, Andreas*: Erhvervslivets lånoptagelse, Gjellerup (2006)
- Tamasauskas, Andreas*: The negative pledge clause i Erhvervskreditretlige emner af Lennart Lynge Andersen (red.), Gjellerup, (2004)
- Told Skattestyrelsen*, Tidsskrift for skatteret, 1999.241
- Ussing, Henry*: Enkelte kontrakter, anden oplag, G.E.C Gads Forlag (1946)
- Vinther, Nikolaj & Erik Werlauff*: Dansk og international koncernret og koncernskatteret, Forlaget Thomson, 1. udgave (2005)
- Wallinder, Thomas & Patrik Marcellius*: Guide to public Takeovers in Sweden, Jure (1998)
- Wells, Clive*: LBO Financing - The Latest Tools, International Financial Law Review, September 2005, side 38
- Wendt, Peter*: Penge og kapitalmarked, 11. udgave, Handelshøjskolens forlag (1998)
- Werlauff, Erik*: Ansvarlig lånekapital, Ugeskrift for Retsvæsen, U.1991B.413
- Werlauff Erik*: Efterfinansierede aktiekøb - lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv., Ugeskrift for Retsvæsen, U.2001B.381
- Werlauff, Erik*: regnskabsreformens selskabsretlige konsekvenser - nogle refleksioner over intertemporal selskabsret, Ugeskrift for Retsvæsen, U.2002B.174
- Werlauff, Erik*: EU-Selskabsret, Jurist og Økonomforbundets Forlag 3. udgave (2002)

Litteratur

- Werlauff, Erik*: Selskabsret, 6. udgave, Forlaget Thomson (2006)
- Werlauff, Erik*: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis, Ugeskrift for Retsvæsen, U.2006B.365
- Werlauff, Erik*: Selskabsskatteret 2006/07, Forlaget Thomson, 8. udgave
- Weston, J. Fred, Mark L. Mitchell J. Harold Mulherin*: Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, 4. udgave, Upper Saddle River, N.J., Pearson Higher Education (2004)
- Witt, Claus & Kim Sparre*: Aktionærlån mv. - en umiddelbar status, Revision og regnskabsvæsen 2004 nr. 4
- Wrightsmann, Dwayne*: Tax Shield Valuation and the Capital Structure decision, The Journal of Finance, nr. 2 (1978)
- Wymeersch, Eddy*: European Company Law: The "Simpler Legislation for the Internal market" (SLIM) Initiative of the EU Commission, Nordisk tidsskrift for selskabsret nr. 2 (2000) side 126
- Østergaard, Kim*: Metode på cand.merc.jur. studiet, i Juridisk instituts julebog 2003, Jurist- og Økonomforbundets Forlag (2003)
- Østrup, Finn*: Det finansielle system i Danmark, Jurist og Økonomforbundets Forlag, 1 udgave (1990)

Andre kilder:

- Betænkning nr. 362/1964 - om fællesnordisk aktieselskabslovgivning
- Betænkning nr. 540/1969 - om revision af aktieselskabsloven
- Betænkning nr. 628/1971 - om finansieringsselskaber og lignende virksomheder. Afgivet af Boss-udvalget
- Betænkning nr. 690/1973 - om sammenslutningen BOSS OF SCANDINAVIA. Afgivet af Boss-udvalget
- Erhvervs- og Selskabsstyrelsen: Analyse og forslag til ny regulering af lån til moderselskaber. (2006)
- Folketingstidende 1968-1969, spalte 975 og 5958
- Folketingstidende 1968-1969, tillæg C, spalte 603
- Folketingstidende 1981-1982, tillæg A, spalte 2885
- Recommendations by The Company Law SLIM Working Group on The Simplification of the First and Second Company Law Directives.
- The Nordic Mid Market Report - A mergermarket report on industry sector views and expectations, juni 2006. www.mergermarket.com
- Udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 27. juni 1994 Q.nr. 94-39.266)
- Udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 11. juni 19
- Udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 28. marts 2000
- Udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 9. maj 2000

Udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 2. februar 2001
Udtalelse fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen af 22. maj 2001
Økonomi- og Erhvervsministeriet: Kapitalfonde i Danmark, Økonomisk
tema, nr. 4, november 2006

Avisartikler:

Bankdirektør hænger Rylberg til tørre, Berlingske tidende 31. maj 2005,
3 sektion, business, side 8
Hverken Rylberg eller ISS' moral svigtede, Berlingske tidende 1. juni 2005,
3 sektion, business, side 6
ISS-sag spås ringe chance i retssag, Børsen, Finans, 31. maj 2005, side 25
Nye skatteregler favoriserer kapitalfonde, Berlingske Tidende 20. oktober
2005, 3 sektion, business, side 8
Obligationsejerne stilles tilfreds, Berlingske tidende 2. december 2005,
3 sektion, business, side 9
Professor: ISS-sag bør prøves, Børsen, Finans, 27. maj 2005 side 32
Kronik: TDC-sagen: Til fordel for hvem? Af Poul Nyrup Rasmussen, Jyl-
lands-Posten, 29. maj 2006, 1. sektion side 9
You Ain't Seen Nothing Yet, Morgan Stanley Research, 23. august 2006
Supply & Demand Fundamentals for UK Equities Look Good, Morgan
Stanley Research, 23. august 2006
Erhvervsjura: Lempelse af regler om selvfinansiering og egne aktier af
Jacob Hjortshøj, Jyllands-Posten, 6. november 2006, Erhverv og Øko-
nomi, side 4