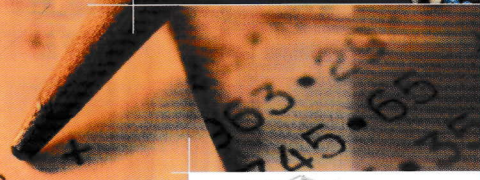
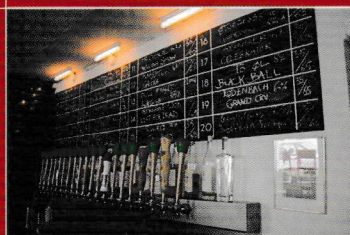


Johannus Egholm Hansen
Christian Lundgren

KØB OG SALG AF VIRKSOMHEDER

5. UDGAVE



nyt
juridisk
forlag

Indholdsfortegnelse

Forord	27
Afsnit 1. Introduktion	29
1.1. Hvad er en virksomhedsoverdragelse?	29
1.2. Virksomhedsoverdragelser som særlig disciplin	30
1.3. Fremstillingens afgrænsning	30
Afsnit 2. Traditioner og forløb	33
2.1. Årsager til virksomhedsoverdragelser	33
2.2. Normer og traditioner	37
2.3. Forløbet af en virksomhedsoverdragelse	39
2.3.1. Forberedelsesfasen	40
2.3.2. Opstartsfasen	43
2.3.3. Første forhandlingsfase	43
2.3.4. Undersøgelsesfase	44
2.3.5. Endelig forhandlingsfase	46
2.3.6. Opfyldelse af betingelser	46
2.3.7. Aftalens opfyldelse	47
2.3.8. Integration af målvirksomheden	48
Afsnit 3. Aktørerne	49
3.1. Køber	49
3.2. Sælger	51
3.3. Rådgivere	53
3.3.1. Advokater	53
3.3.1.1. Interne juridiske afdelinger	54
3.3.2. Revisorer	56
3.3.3. Investment banker og virksomhedsmæglere	57
3.3.4. Kommunikationsrådgivere	57
3.3.5. Andre rådgivere	57
3.4. Målvirksomhedens direktion og medarbejdere	58
3.5. Finansielle aktører	59
3.6. Samarbejdspartnere	60

3.7.	Offentlige myndigheder	61
3.7.1.	Skattemyndighederne	62
3.7.2.	Arbejdsmarkedsrådet	62
3.7.3.	Finanstilsynet/Regulerede markeder (børser)	62
3.7.4.	Erhvervsstyrelsen	63
3.7.5.	EU-Kommissionen/Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen	63
3.7.6.	Fondsmyndigheder	63
3.7.7.	Andre myndigheder	64
Afsnit 4. Overdragelsesmåder		65
4.1.	Årsager til valg af overdragelsesmåde	65
4.2.	Aktieoverdragelse	67
4.2.1.	Omsættelighedsbegrænsninger og sikringsakt	67
4.2.1.1.	Vedtægtsbestemt forkøbsret	67
4.2.1.2.	Samtykkekrav	69
4.2.1.3.	Sikringsakt og legitimation over for det udstedende selskab	70
4.2.2.	Formål og navn	71
4.2.3.	Indløsningsret og -pligt	72
4.2.4.	Selvfinansiering	74
4.2.5.	Aktionærlån	74
4.2.5.1.	Lån til »moderselskaber«	77
4.2.6.	Kapitalforhold; uddeling af selskabets midler	77
4.2.6.1.	Selskabskapitalen	78
4.2.6.2.	Kapitalnedsættelse	80
4.2.6.3.	Udlodning	80
4.2.7.	Meddelelse om ejerbesiddelser	84
4.2.8.	Koncernforhold	85
4.2.9.	Grader af kontrol	85
4.2.9.1.	Grundlæggende principper	86
4.2.9.2.	Ejer- og stemmeandel 50,01-66,66 pct. ..	88
4.2.9.3.	Ejer- og stemmeandel 66,67-75 pct.	88
4.2.9.4.	Ejer- og stemmeandel 75,01-89,99 pct. ..	88
4.2.9.5.	Ejer- og stemmeandel 90 pct.	89
4.2.9.6.	Ejer- og stemmeandel 90 pct. +	89
4.2.9.7.	Minoritetsrettigheder	89
4.2.9.8.	Anbefalinger for god selskabsledelse ...	89
4.2.10.	Forholdet til omverdenen	90
4.3.	Substansoverdragelse	91

4.3.1.	Kompetente organer	91
4.3.2.	Forholdet til omverdenen	94
4.3.2.1.	Sikringsakt	94
4.3.2.2.	Gensidigt bebyrdende aftaler	94
4.3.2.3.	Personoplysninger; Persondata-, Markedsførings- og Forbrugeraftalelovene	95
Afsnit 5. Alternativer til virksomhedsoverdragelser		99
5.1.	Fusioner	99
5.2.	Spaltninger og tilførsel af aktiver	102
5.2.1.	Spaltning	102
5.2.2.	Tilførsel af aktiver	103
5.3.	Joint ventures	104
5.4.	Kapitalmarkedsintroduktioner	104
5.5.	Private Placements; Venture Capital-Investeringer	105
5.6.	Management Buy Outs	107
5.7.	Salg af dele af en virksomhed	108
5.7.1.	Udskillelse af en del af en virksomhed som forberedelse til salg	109
5.7.2.	Værdiansættelse	109
5.7.3.	Separation; fremtidig drift af divisionen	111
5.7.3.1.	Separationsaftalen; Transition Services Agreement	112
5.7.3.2.	It	113
5.7.3.3.	Medarbejdere	113
5.7.3.4.	Fast ejendom	114
5.7.3.5.	Immaterielle rettigheder	114
5.7.3.6.	Sambeskatning	115
5.7.3.7.	Regnskab og bogholderi	115
5.7.3.8.	Placering af aktiver	115
Afsnit 6. Salg af virksomheder ved auktion		117
6.1.	Hvad forstås ved en »auktion«?	118
6.2.	Hvornår er auktionsformen attraktiv?	119
6.3.	Lovregler om auktionssalg	121
6.3.1.	Aftaleloven	122
6.3.2.	Markedsføringsloven	122
6.3.3.	Konkurrenceregler	123
6.3.4.	Udbudsregler	123

6.3.5.	Prospektkrav; indhold af informationsmemorandum	124
6.4.	Auktionsprocessen	124
6.4.1.	Intern forberedelsesfase	125
6.4.2.	Kontakt til køberemner	126
6.4.3.	Afgivelse af indikative tilbud	128
6.4.4.	Datarumsgennemgang	129
6.4.4.1.	Opbygning af datarum	129
6.4.4.2.	Fortrolighedshensyn	130
6.4.4.3.	Købers adgang til datarummet	131
6.4.4.4.	Q&A session	132
6.4.4.5.	Yderligere due diligence-undersøgelser	132
6.4.5.	Afgivelse af reviderede tilbud	133
6.4.6.	Realitetsforhandling med udvalgt(e) køberemne(r) ...	134
6.4.7.	Indgåelse af (betinget) aftale	134
6.5.	Auktionsreglerne	135
6.6.	Fravalgte kandidaters rettigheder	136
Afsnit 7. Foreløbige aftaledokumenter		139
7.1.	Fortrolighedsforpligtelser	141
7.1.1.	Indledning	141
7.1.2.	Lovregler om fortrolighed	143
7.1.3.	Fortrolighedsaftaler	146
7.2.	Eksklusivitetsaftaler (Optioner), Teaming Agreements	150
7.2.1.	Indledning	150
7.2.2.	Eksklusivitets- og optionsaftaler	151
7.2.3.	Teaming Agreements	153
7.3.	Hensigtserklæringer (Letters of Intent)	154
7.3.1.	Baggrunden for og indholdet af hensigtserklæringer ...	154
7.3.2.	Ansvar for overtrædelse af hensigtserklæringer; culpa in contrahendo	157
7.4.	Notater, Protokoller og Delaftaler	159
7.5.	Rammeaftaler (Framework Agreements, Heads of Agreements, Term sheets)	160
7.6.	Betingede overdragelsesaftaler	161
Afsnit 8. Overdragelsesaftaler		163
8.1.	Indledning	163
8.2.	Forhandlingsoplæg	164

8.3.	Overvejelser i forbindelse med konciperingen	164
8.4.	Aftalens opbygning og indhold	166
8.4.1.	Aftalens parter	167
8.4.2.	Præambel	169
8.4.3.	Definitioner	170
8.4.4.	Overdragelsens genstand	170
8.4.4.1.	Aktieoverdragelser	170
8.4.4.2.	Substansoverdragelser	171
8.4.4.2.1.	Tredjemandsaftaler	173
8.4.4.3.	Overtagelsestidspunktet	174
8.4.5.	Undtagne aktiver	174
8.4.5.1.	Aktieoverdragelser	174
8.4.5.2.	Substansoverdragelser	175
8.4.6.	Overtagne passiver	176
8.4.7.	Refusionsopgørelse	177
8.4.8.	Købesummen, regulering, betaling	178
8.4.8.1.	Indledning	178
8.4.8.2.	Værdiansættelse af virksomheder	178
8.4.8.2.1.	Forretningsgrundlaget	178
8.4.8.2.2.	Værdiansættelsesmetoder	180
8.4.8.2.3.	Købers forhold; synergier	183
8.4.8.3.	Grundlæggende forhold vedrørende købesumsbestemmelsen	184
8.4.8.3.1.	Vederlagsform	184
8.4.8.3.2.	Valuta	185
8.4.8.3.3.	Betalingssted	185
8.4.8.3.4.	Betalingstid	186
8.4.8.3.5.	Købesummens sammensætning og fordeling	186
8.4.8.4.	Købesummens beregning; reguleringsmekanismer	187
8.4.8.4.1.	Egenkapitalregulering	188
8.4.8.4.2.	Net Debt, Working Capital-, CAPEX- og Locked Box reguleringer	189
8.4.8.4.3.	Resultatafhængig købesum (»earn-out«)	193
8.4.8.5.	Twister om købesumreguleringer	196
8.4.9.	Målvirksomhedens medarbejdere	196
8.4.10.	Opfyldelse (closing/completion)	197
8.4.10.1.	Forberedelse af opfyldelse/closing	198

8.4.11.	Købers undersøgelser	199
8.4.12.	Sælgers garantier, erklæringer og indeståelser	199
8.4.12.1.	Adkomst og konfliktende aftaler	200
8.4.12.2.	Selskabsforhold og forhold til offentlige myndigheder	201
8.4.12.3.	Garantier, igangværende arbejder mv. ..	201
8.4.12.4.	Årsrapporter (regnskaber) og budgetter	202
8.4.12.5.	Retssager, myndighedssager mv.	203
8.4.12.6.	Pant, kaution mv.	203
8.4.12.7.	Medarbejdere	204
8.4.12.8.	Produkter, driftsmidler mv.	204
8.4.12.9.	Udestående fordringer	204
8.4.12.10.	Forsikringer	205
8.4.12.11.	Fast ejendom	205
8.4.12.12.	Miljø	206
8.4.12.13.	It-systemer	206
8.4.12.14.	Gensidigt bebyrdende aftaler	206
8.4.12.15.	Konkurrenceret	207
8.4.12.16.	Immaterielle rettigheder	207
8.4.12.17.	Samhandel med nærstående	208
8.4.12.18.	Skat	208
8.4.12.19.	Samtykker	209
8.4.12.20.	Finansielle kontrakter	209
8.4.12.21.	Andet	209
8.4.13.	Købers garantier og erklæringer	210
8.4.14.	»Covenants«, fremadrettede forpligtelser	210
8.4.14.1.	Konkurrenceklausul	212
8.4.15.	Skadesløsholdelse	214
8.4.15.1.	Reduktion af købesummen	214
8.4.15.2.	Hvordan opgøres et »tab«?	214
8.4.15.3.	Hvordan gøres krav gældende?	216
8.4.15.4.	Førelse af sager mod tredjeparter	217
8.4.15.5.	Beløbsgrænser for skadesløsholdelse ...	217
8.4.15.6.	Udelukkelse af misligholdelsesbeføjelser	218
8.4.16.	Betingelser	218
8.4.17.	Øvrige bestemmelser	220
8.4.18.	Tvister	221

Afsnit 9. Ejeraftaler	223
9.1. Ejeraftalers formål, genstand og metode	224
9.1.1. Forvaltningsmæssige beføjelser	225
9.1.2. Økonomiske beføjelser	225
9.1.3. Dispositionsbeføjelser	227
9.1.3.1. Forbud mod salg	227
9.1.3.2. Forkøbsret	227
9.1.3.3. Medsalgsret/-pligt	231
9.1.3.4. Optioner	232
9.2. Andre punkter i ejeraftaler	234
9.3. 50/50-ejede selskaber	236
9.3.1. Magtbalancen	237
9.3.1.1. Bestyrelsen	237
9.3.1.2. Direktionen	239
9.3.2. Salgsret/-pligt	239
9.3.3. Konklusion	239
9.4. Ejeraftaler ved venture capital investeringer	240
Afsnit 10. Risikoafdækning	243
10.1. Indledning	243
10.2. Risikotyper ved virksomhedsoverdragelser	244
10.2.1. Virksomheds-, branche- og markedsrelaterede risici ...	244
10.2.2. Økonomisk kvantificerbare hhv. ikke kvantificerbare risici	245
10.3. Overdragelsesformen	247
10.4. Due diligence-undersøgelser	247
10.4.1. Begreb og formål	247
10.4.2. Områder for undersøgelse	249
10.4.2.1. Juridisk due diligence-undersøgelse	250
10.4.2.2. Regnskabs- og revisionsmæssig/finansiell due diligence-undersøgelse	252
10.4.3. Betydning af tidspunkt for due diligence-undersøgelsen	252
10.4.4. Aftalemæssige konsekvenser af due diligence-undersøgelse	253
10.4.4.1. Skal køber frit kunne ophæve en betinget aftale?	253
10.4.4.2. Betydning for sælgers garantier og erklæringer	253

10.4.4.3.	Legale konsekvenser af undersøgelsen ..	255
10.4.5.	Planlægning af undersøgelsen	255
10.4.6.	Rapportering	256
10.4.7.	Fordele og ulemper ved due diligence-undersøgelser	257
10.4.8.	Persondataloven	258
10.5.	Betingelser, garantier, erklæringer og indeståelser	261
10.6.	Resultatafhængig/deponeret købesum	264
10.6.1.	Debitorrisiko på sælger	264
10.6.2.	Earn-out	265
10.7.	Alternative risikoafdækningsmetoder	265
10.7.1.	Legal Opinion	265
10.7.2.	Ledelseserklæring	265
10.7.3.	Forsikringstegning	266
Afsnit 11. Mangler ved virksomhedskøb		269
11.1.	Mangelsbegrebet ved virksomhedsoverdragelser	269
11.2.	Finder Købeloven anvendelse på virksomhedsoverdragelser? ...	271
11.2.1.	Overdragelsens genstand – enheds- eller flerhedsbetragtning	272
11.2.2.	Køberetlig karakteristik af virksomhedsoverdragelser	275
11.2.3.	Tidspunktet for mangelsbedømmelsen	276
11.2.4.	Købelovens misligholdelsesbeføjelser	277
11.2.4.1.	Ophævelse	280
11.2.4.2.	Forholdsmæssigt afslag	284
11.2.4.3.	Erstatning	285
11.3.	Købers undersøgelsesret og -pligt samt reklamation	287
11.3.1.	Købelovens regler om undersøgelsespligt mv.	287
11.3.2.	Faktisk undersøgelsespligt	291
11.3.3.	Forholdet mellem købers undersøgelser, sælgers oplysningspligt og sælgers garantier	293
11.4.	Aftalte misligholdelsesbeføjelser	295
11.5.	CISG	296
Afsnit 12. Skattemæssige aspekter		299
12.1.	Det skatteretligt relevante aktiv	299
12.2.	Det skattemæssige afståelsestidspunkt – retserhvervelsestidspunktet	301
12.3.	Skatteretlig korrektion	303

12.3.1.	Skattemæssig værdiansættelse ved aftale mellem uafhængige parter	304
12.3.2.	Skattemæssig værdiansættelse ved aftale mellem nærtstående parter	305
12.3.3.	Skattemæssig omkvalifikation	306
12.4.	Skattemæssige risici	307
12.5.	Beskatning af løbende ydelser som vederlag ved virksomhedsoverdragelse	311
12.6.	Sambeskatning	314
12.6.1.	National sambeskatning	315
12.6.2.	International sambeskatning	315
12.7.	Overdragelse af kapitalandele	316
12.7.1.	Beskatning af sælger	317
12.7.2.	Beskatning af køber	319
12.8.	Overdragelse af aktiver	320
12.8.1.	Beskatning af sælger	321
12.8.1.1.	Fast ejendom – ejendomsavancebeskatning	321
12.8.1.2.	Fast ejendom – beskatning af genvundne afskrivninger	323
12.8.1.3.	Afståelse af lejemål – avancebeskatning	323
12.8.1.4.	Afståelse af lejemål – genvundne afskrivninger	324
12.8.1.5.	Goodwill og andre immaterielle aktiver	324
12.8.1.6.	Maskiner, inventar og driftsmidler	325
12.8.1.6.1.	Driftsmidler, der udelukkende anvendes erhvervsmæssigt	325
12.8.1.6.2.	Driftsmidler med blandet benyttelse	326
12.8.1.6.3.	Straksafskrivninger	326
12.8.1.7.	Varelager	326
12.8.1.8.	Fordringer, gæld og finansielle kontrakter	326
12.8.2.	Beskatning af køber	327
12.8.2.1.	Fast ejendom	328
12.8.2.2.	Afskrivning på vederlag for erhvervelse af lejemål mv.	329
12.8.2.3.	Goodwill samt andre immaterielle aktiver	329

12.8.2.4.	Maskiner, inventar og driftsmidler	330
12.8.2.4.1.	Driftsmidler, der udelukkende anvendes erhvervsmæssigt	330
12.8.2.4.2.	Driftsmidler med blandet benyttelse	330
12.8.2.4.3.	Straksafskrivninger	330
12.9.	Skattemæssige underskud	331
12.10.	Beskatning af udbytte	333
12.11.	Moms af overdragelsessummen	335
12.11.1.	Moms ved substansoverdragelse	335
12.11.2.	Moms på rådgiverhonorarer	336
12.11.3.	Momsreguleringsforpligtelse	337
12.12.	Tinglysnings- og registreringsafgift	338
12.13.	Beskatning ved fusion og spaltning af selskaber, ved tilførsel af aktiver og ved ombytning af aktier	338
12.13.1.	Skattepligtige transaktioner	339
12.13.1.1.	Skattepligtig fusion	340
12.13.1.2.	Skattepligtig spaltning	340
12.13.1.3.	Skattepligtig tilførsel af aktiver	341
12.13.1.4.	Skattepligtig aktieombytning	342
12.13.2.	Skattefrie transaktioner	343
12.13.2.1.	Skattefri fusion	344
12.13.2.2.	Skattefri spaltning	346
12.13.2.3.	Skattefri tilførsel af aktiver	349
12.13.2.4.	Skattefri aktieombytning	350
Afsnit 13. Ansættelsesretlige aspekter		353
13.1.	Ansættelsesretlig due diligence-undersøgelse	353
13.2.	Ansættelsesbevisloven	358
13.3.	Funktionærloven	361
13.3.1.	Funktionærbegrebet	361
13.3.2.	Opsigelse af funktionærer	362
13.3.3.	Funktionærlovens bestemmelser om konkurrence- og kundeklausuler	365
13.3.3.1.	Konkurrenceklausuler	365
13.3.3.2.	Kundeklausuler	367
13.3.3.3.	Overgangsregler	369
13.4.	Jobklausulloven	369
13.4.1.	Jobklausuler aftalt med medarbejdere	370
13.4.2.	Jobklausuler aftalt ved virksomhedsoverdragelse	370
13.5.	Ferieloven	373

13.5.1.	Lønmodtagere	373
13.5.2.	Optjeningsår, ferieår, ferieperiode	374
13.6.	Lov om lønmodtageres retsstilling ved virksomhedsoverdragelse (Virksomhedsoverdragelsesloven) ...	376
13.6.1.	Lovens anvendelsesområde	377
13.6.2.	Hæftelse for lønmodtagerforpligtelser	379
13.6.3.	Særligt om kollektive overenskomster	383
13.6.3.1.	Overenskomst hos målvirksomheden alene (Typetilfælde 1)	385
13.6.3.2.	Overenskomst hos erhverver alene (Typetilfælde 2)	387
13.6.3.3.	Overenskomst hos både målvirksomheden og erhverver (Typetilfælde 3)	388
13.6.3.4.	Identitet og fusion	389
13.6.4.	Opsigelse på grund af virksomhedsoverdragelse	390
13.6.5.	Orientering af medarbejderne om virksomhedsoverdragelsen	391
13.7.	Masseafskedigelsesloven	393
13.8.	Arbejdsmiljøloven	395
13.8.1.	Arbejdsmiljøorganisationen	395
13.8.2.	Arbejdspladsvurderinger (»APV«)	396
13.8.3.	Arbejdsmiljøcertifikat og risikobaseret tilsyn	397
13.8.4.	Arbejdsmiljømæssig due diligence-undersøgelse	397
Afsnit 14. Ledelsesmæssige aspekter		399
14.1.	Ledelsesorganer og kompetence	399
14.1.1.	Virksomhedsformen	399
14.1.1.1.	Generalforsamlingen ctr. bestyrelsen	400
14.1.1.2.	Bestyrelsen ctr. direktionen	402
14.1.1.3.	Anbefalinger for god selskabsledelse ...	403
14.1.2.	Faktiske kompetenceforhold anvendt på virksomhedsoverdragelser	404
14.2.	Ledelsens rolle i virksomhedsoverdragelser; bonusaftaler	405
14.2.1.	Bonusaftaler for direktion og ledende medarbejdere ...	407
14.2.1.1.	Noterede selskaber; Selskabslovens 139, Takeover-bekendtgørelsens § 11, mv.	408
14.3.	Aktiebaseret aflønning af ledende medarbejdere	410
14.3.1.	Optioner	412

14.3.2.	Warrants	412
14.3.3.	Ligningslovens § 28	413
14.3.3.1.	Betingelser	413
14.3.3.2.	Beskatning af medarbejderen	413
14.3.3.3.	Selskabets fradragsret	414
14.3.4.	Ligningslovens § 7H	415
14.3.5.	Fantomaktier	415
14.3.6.	Due diligence-undersøgelse vedrørende aktiebaseret aflønning	416
14.3.7.	Oplysningsforpligtelser vedrørende incitamentsordninger for noterede selskaber	418
14.3.7.1.	Offentliggørelse af incitamentsprogrammer	418
14.3.7.2.	Flagningsregler	418
14.4.	Salg af virksomheder med medarbejderaktionærer	420
Afsnit 15. Miljømæssige aspekter		423
15.1.	Miljømæssig due diligence-undersøgelse	424
15.1.1.	Undersøgelsesområder ved miljømæssig due diligence-undersøgelse	425
15.1.2.	Praktisk gennemførelse af miljømæssig due diligence-undersøgelse	427
15.1.3.	Risici ved miljømæssig due diligence-undersøgelse	428
15.1.4.	Afdækning af miljømæssige risici	429
15.2.	Planloven mv.	431
15.2.1.	Landsplanlægning	432
15.2.2.	Regional udviklingsplanlægning	432
15.2.3.	Kommuneplanlægning	433
15.2.4.	Lokalplanlægning	434
15.2.5.	Sektorplanlægning	435
15.3.	Miljølovgivningen	435
15.3.1.	Miljøbeskyttelsesloven	436
15.3.1.1.	Lovens formål og anvendelsesområde ..	436
15.3.1.2.	Regulering af forurenende virksomhed ..	437
15.3.1.2.1.	Listevirksomhed	438
15.3.1.2.2.	Anden virksomhed end listevirksomhed	441
15.3.1.3.	Miljøbeskyttelseslovens ansvarsregler ..	441
15.3.2.	Lov om undersøgelse, forebyggelse og afhjælpning af miljøskader (Miljøskadeloven)	442

15.3.3.	Lov om erstatning for miljøskader (Miljøskadeerstatningsloven)	445
15.3.4.	Jordforureningsloven	446
15.3.4.1.	Forureningskortlægning mv.	446
15.3.4.2.	Ansvar for jordforurening	447
15.3.4.2.1.	Undersøgelsespåbud	448
15.3.4.2.2.	Oprensningspåbud	448
15.3.4.2.3.	Tålepåbud og foranstaltninger på fremmed ejendom	450
15.4.	Ansvarssuccession	450
Afsnit 16. Kapitalmarkedsretlige aspekter		453
16.1.	Regelsættet	453
16.1.1.	Selskabslovens særregler om noterede selskaber	454
16.1.2.	Værdipapirhandelsloven	455
16.2.	Optagelse af aktier til notering	457
16.3.	Afnotering	460
16.3.1.	Anmodning om sletning fra handelen	460
16.3.2.	Afnotering som følge af fusion eller spaltning	462
16.4.	Oplysningsforpligtelser	464
16.4.1.	Grundreglen i Værdipapirhandelslovens § 27	464
16.4.1.1.	Intern viden	465
16.4.1.2.	Offentliggørelsestidspunkt	468
16.4.1.3.	Udsættelsesadgang	473
16.4.1.4.	Lækager	474
16.4.1.5.	Forhåndsorientering til NASDAQ OMX	478
16.4.1.6.	Offentliggørelsesret	478
16.4.2.	Oplysning om aktiebesiddelser	480
16.4.3.	Interne regelsæt	482
16.4.4.	Insiderliste	483
16.5.	Overtagelsestilbud	484
16.5.1.	Introduktion	484
16.5.2.	Hvilke selskaber?	485
16.5.3.	Pligtmæssige overtagelsestilbud	486
16.5.3.1.	Baggrund for regler om pligtmæssige overtagelsestilbud	486
16.5.3.2.	Hvilke transaktioner udløser tilbudspligt?	486
16.5.3.2.1.	Hovedreglen – aktieerhvervelser	486

16.5.3.2.2.	Undtagelser fra tilbudspligten	488
16.5.3.2.3.	Transaktioner, der ikke udløser tilbudspligt	490
16.5.3.2.4.	Indirekte erhvervelser	491
16.5.3.2.5.	Dispensationsmulighed	492
16.5.3.3.	Flere erhververe	493
16.5.3.4.	Hvad forstås ved »bestemmende indflydelse«?	496
16.5.3.5.	Tilbuddet	499
16.5.3.5.1.	Prisen	500
16.5.3.5.2.	Vederlaget	502
16.5.4.	Frivillige overtagelsestilbud	502
16.5.4.1.	Indledning	502
16.5.4.2.	Grundlæggende regler for frivillige overtagelsestilbud	503
16.5.4.3.	Betingelser i frivillige overtagelsestilbud	504
16.5.4.4.	Aftaler med aktionærer	507
16.5.5.	Meddelelsespligter og tilbudsdokument	507
16.5.5.1.	Kontakt til NASDAQ OMX	507
16.5.5.2.	Offentliggørelse af beslutning om fremsættelse af overtagelsestilbud (»§ 4-meddelelse«)	508
16.5.5.3.	Tilbudsdokument og tilbudsannonce	509
16.5.6.	Tilbudsperioden	515
16.5.7.	Konkurrerende eller ændrede tilbud	515
16.5.8.	Opkøb af aktier under og efter tilbudsperiodens udløb	517
16.5.9.	Tilbagekaldelse af overtagelsestilbud	518
16.5.10.	Behandling af og imødegåelse af overtagelsestilbud	518
16.5.10.1.	Hvilke interesser skal og må ledelsen varetagelse?	519
16.5.10.2.	Forsvar mod overtagelsesforsøg	521
16.5.10.3.	Suspension af overtagelsesværn	522
16.5.10.4.	Bestyrelsens handlemuligheder	524
16.5.10.5.	Involvering af aktionærerne	526
16.5.10.6.	Initial reaktion på henvendelser	528
16.5.10.7.	Realitetsbehandling af henvendelser	531
16.5.10.8.	Bestyrelsens redegørelse	532

16.5.10.8.1.	Generelle bemærkninger om indholdet af redegørelsen	532
16.5.10.8.2.	Overvejelser i forbindelse med bestyrelsens redegørelse	534
16.5.10.8.3.	Tidspunkt for redegørelsens offentliggørelse	535
16.5.10.8.4.	Supplerende redegørelse	536
16.5.10.8.5.	Konkurrerende tilbud	537
16.5.10.9.	Bestyrelsens ansvar	537
16.5.10.10.	Forberedelse af overtagelsesforsøg	538
16.5.11.	Gennemsigtighed; oplysninger i årsrapporten	538
16.6.	Intern viden	539
16.6.1.	Forbud mod handel og videregivelse	540
16.6.1.1.	Insiderforbuddet	540
16.6.1.2.	Videregivelsesforbuddet	541
16.6.2.	Adgang til at foretage due diligence-undersøgelser i børsnoterede virksomheder	544
16.6.2.1.	Forholdet til oplysningsforpligtelserne ...	545
16.6.2.2.	Forholdet til insiderreglerne; disclosuremeddelelse	545
16.6.2.3.	Omfang og tilrettelæggelse af due diligence-undersøgelser	547
Afsnit 17. Konkurrenceretlige aspekter		549
17.1.	Hvorfor fusionskontrol?	549
17.2.	Koncentrationer	550
17.2.1.	Generelle bemærkninger	550
17.2.2.	Horisontale koncentrationer	551
17.2.3.	Vertikale koncentrationer	552
17.2.4.	Relevante marked	553
17.2.4.1.	Hvorfor skal det relevante marked defineres?	553
17.2.4.2.	Opdeling i produkt- og geografisk marked	554
17.3.	EU's fusionsregler	555
17.3.1.	Baggrund	555
17.3.2.	Fusionskontrolforordningen	556
17.3.3.	Procedure	557
17.3.3.1.	Normal procedure	557
17.3.3.2.	Forenklet procedure	558

17.3.4.	Udelukkende Fusionskontrolforordningen	559
17.3.5.	Henvisningsreglerne	560
17.3.6.	Hvilke transaktioner?	561
17.3.6.1.	Fusioner	562
17.3.6.2.	Virksomhedsovertagelser	562
17.3.6.2.1.	Enekontrol	562
17.3.6.2.2.	Fælles kontrol	563
17.3.6.3.	Former for joint ventures	564
17.3.6.4.	Ændring i kontrolforholdene	564
17.3.6.5.	Undtagne transaktioner	565
17.3.7.	Fællesskabsdimension	565
17.3.8.	Vurdering af transaktioner	567
17.3.8.1.	Grundlæggende kriterier	567
17.3.8.2.	Vilkår, påbud og tilsagn	569
17.4.	Danske fusionsregler	572
17.4.1.	Baggrund	572
17.4.2.	Hvilke transaktioner?	572
17.4.3.	Processuelle regler	573
17.4.3.1.	Anmeldelse	573
17.4.3.2.	Sagsbehandling	575
17.4.3.3.	Vurdering	575
17.4.3.4.	Afgørelse	575
17.4.3.5.	Klagemuligheder	576
17.5.	Accessoriske begrænsninger	576
17.6.	Håndtering af konkurrencereglerne i forbindelse med virksomhedsoverdragelser	579
17.6.1.	Konkurrenceretsarbejdsgruppe og kontakt til myndigheder	579
17.6.2.	Informationsudveksling	580
17.6.3.	Risikoafdækning af konkurrenceretsovertrædelser	581
17.6.4.	Parternes aftale om opnåelse af konkurrencemyndighedernes godkendelse	582
17.6.5.	Inddragelse af myndighedsaspektet i transaktionsprocessen	583
17.7.	Succession i ansvar for overtrædelse af konkurrencelovgivningen	584
Afsnit 18. Overdragelse af insolvente virksomheder		587
18.1.	Kapitaltab og insolvens	588
18.1.1.	Selskabsretligt kapitaltab	588

18.1.2.	Insolvens i Konkurslovens forstand	590
18.2.	Konkurslovens virkemidler og udenretlig rekonstruktion	591
18.2.1.	Anmeldt rekonstruktion – reglerne i hovedtræk	591
18.2.1.1.	Særlige overvejelser forud for anmeldelse af rekonstruktionsbehandling	592
18.2.1.2.	Indledning af rekonstruktionsbehandling	596
18.2.1.3.	Virksomhedsoverdragelse under anmeldt rekonstruktionsbehandling	598
18.2.1.4.	Udfordringer med rekonstruktionsreglerne	599
18.2.2.	Udenretlig rekonstruktion	601
18.2.3.	Konkurs	602
18.3.	Rekonstruktionsmodeller	603
18.3.1.	Rekapitalisering af eksisterende virksomhed	604
18.3.2.	Substansoverdragelse af virksomheden	606
18.3.2.1.	Substansoverdragelse til søsterselskab eller datterselskab (Fugl Phønix-modellen)	608
18.4.	Særlige forhold for køber	609
18.4.1.	Sælgers garantier og erklæringer	610
18.4.2.	Sammenbrud af den insolvente virksomheds organisation	610
18.5.	Særlig forhold vedrørende medarbejdere	611
18.5.1.	Konkurs ctr. rekonstruktion	611
18.5.2.	Virksomhedskøbers regreskrav – »LG-klemmen«	612
Afsnit 19. Finansiering af virksomhedskøb		615
19.1.	Finansieringskilder	617
19.1.1.	De finansielle aktører	618
19.1.1.1.	»Inkubator/innovationsmiljøer«	619
19.1.1.2.	»Business angels«	620
19.1.1.3.	Vækstfonden	620
19.1.1.4.	Venture capital-selskaber	620
19.1.1.5.	Mezzaninkapital	620
19.1.1.6.	Pengeinstitutter og realkreditinstitutter ...	620
19.1.1.7.	Institutionelle investorer og kapitalfonde	621
19.2.	Regnskabsmæssige vurderingsinstrumenter	621
19.3.	Finansiering med egen kapital	623

19.4.	Fremmedfinansiering	624
19.4.1.	Typer af fremmedfinansiering	624
19.4.1.1.	Senior lån	624
19.4.1.2.	Mezzaninfinansiering	625
19.4.1.3.	Sælgerfinansiering	626
19.4.1.4.	Ansvarlige- og subordinerede lån	627
19.4.1.5.	Virksomhedsobligationer	628
19.4.1.6.	Konvertible obligationer og andre særlige instrumenter	629
19.4.1.6.1.	Konvertible obligationer	629
19.4.1.6.2.	Udbyttegivende gældsbreve	630
19.4.2.	Sikkerhedsstillelse	630
19.4.2.1.	Pantsætning af kapitalandele i målselskabet	631
19.4.2.2.	Fast ejendom	632
19.4.2.3.	Løsøre	632
19.4.2.4.	Virksomhedspant, fordringspant og ikke-pantsætningserklæringer	633
19.4.2.5.	Fordringer, herunder koncerninterne mellemregninger mv.	634
19.4.2.6.	Rettigheder i henhold til overdragelsesaftalen	636
19.4.2.7.	Rettigheder i henhold til forsikringer	636
19.4.3.	Rente og gebyrer	637
19.4.4.	Forpligtelser (covenants)	638
19.4.4.1.	Investeringsaftaler	638
19.4.4.2.	Låneaftaler	639
19.4.4.2.1.	Informationsforpligtelser	639
19.4.4.2.2.	Positive forpligtelser/ affirmative covenants	639
19.4.4.2.3.	Negative forpligtelser/restrictive covenants	639
19.4.4.2.4.	Finansielle covenants	640
19.4.5.	Misligholdelse	640
19.4.6.	Timing, closing og certain funds	641
19.4.7.	Interkreditorforhold	643
19.4.8.	Selvfinansiering	644
19.4.9.	Risikoafdækning af finansielle risici	649
19.4.9.1.	Due diligence-undersøgelse	649
19.4.9.2.	Hedging	649

19.4.10.	Garantibegrænsninger	649
19.5.	Fradrag for finansieringsudgifter	652
19.5.1.	Tynd kapitalisering mv. og virksomhedskøb	654
19.5.1.1.	Reduktion af rentefradrag som følge af tynd kapitalisering	654
19.5.1.2.	Reduktion af rentefradrag som følge af renteloft	656
19.5.1.3.	Reduktion af rentefradrag i henhold til EBIT-reglen	657
Afsnit 20.	Tvistløsning	659
20.1.	Retlig eller udenretlig tvistløsning	659
20.2.	Mediation (konfliktmægling)	660
20.3.	Valget mellem domstolene og voldgift	664
20.3.1.	Tvistløsning ved domstolene	667
20.3.1.1.	Retsmægling	670
20.3.2.	Tvistløsning ved voldgift	672
20.3.2.1.	Indledning	672
20.3.2.2.	Voldgiftsloven	672
20.3.2.3.	Voldgiftsaftalen	674
20.3.2.4.	Voldgiftsrettens sagsbehandling	675
20.4.	Værnetingsreglerne	676
20.4.1.	Retsplejelovens regler	677
20.4.2.	Domsforordningen, Lugano-konventionen og New York-konventionen	678
20.4.2.1.	Værneting ifølge Domsforordningen	680
20.4.2.2.	Værneting ifølge Lugano- konventionen	682
20.5.	Lovvalg	682
20.5.1.	Haag-konventionen	683
20.5.2.	Kontraktkonventionen (Rom-konventionen)	684
20.6.	Anerkendelse og fuldbyrdelse af retsafgørelser	688
Afsnit 21.	Rådgiverrelationen	691
21.1.	Forholdet mellem klienten og rådgiveren	691
21.1.1.	Valg af rådgivere	691
21.1.2.	Honorar	694
21.1.3.	Grundlaget for rådgivningen	694
21.2.	Rådgiveransvar	695
21.2.1.	Terminologi	695

21.2.2.	Ansvarsgrundlaget	695
21.2.3.	Betydning af aftaler om rådgivers ydelse	697
21.2.3.1.	Aftaler om omfanget og karakteren af rådgivers bistand	697
21.2.3.2.	Aftaler om rådgivers ansvarsfraskrivelse eller -begrænsning	697
21.2.4.	Skadelidtes egen skyld, accept af risiko og/eller manglende tabsbegrænsning	699
Afsnit 22. Køb og salg af udenlandske virksomheder		703
22.1.	Målvirksomheden er underlagt andre regler	704
22.2.	Særlige fokusområder	705
22.3.	Beskyttelse af investeringen	708
22.4.	Kulturspørgsmål	709
22.5.	Twistløsning i internationale kontrakter	711
Afsnit 23. Integration af målvirksomheden		713
Afsnit 23. Integration af målvirksomheden		713
23.1.	De psykologiske mekanismer	714
23.2.	Planlægning af virksomhedsintegrationen	718
23.2.1.	Forberedelse af virksomhedsintegrationen	719
23.2.2.	Integrations-organisationen	721
23.3.	Integrationsplanen	727
23.3.1.	Integrationsplanens struktur	727
23.4.	Kontrol over målvirksomheden	729
23.5.	Kommunikation	730
23.6.	Integrationens gennemførelse	732
23.6.1.	Opfølgning og rapportering	733
Bilag 1. Substansoverdragelsesaftale		735
Bilag 2. Aktieoverdragelsesaftale		743
Bilag 3. Fortroligheds- og Eksklusivitetsaftale		751
Bilag 4. Due Diligence Request Liste		755
Ordbog		763
Lovoversigt		777
Domme og afgørelser		779
Litteraturoversigt		783
Stikordsregister		789

Forord

Denne bog giver en samlet fremstilling af de juridiske rammer for virksomhedsoverdragelser. Grænsen for, hvad der er »jura«, er imidlertid flydende: virksomhedsoverdragelsesaftalen er således et juridisk dokument, men det er samtidig det fundamentale grundlag for partnernes kommercielle position. Købesumfastlæggelsen er i essensen en kommerciel afgørelse, men juraen spiller alligevel en væsentlig rolle ved beregningen af købesummen og så fremdeles. En fremstilling som denne kan derfor ikke fokusere alene på juraen, men må gå ind i grænseområderne for at give læseren det rigtige billede af, hvordan virksomhedsoverdragelser fungerer og hvordan udfordringerne bliver tacklet i praksis.

Advokater såvel som andre rådgivere oplever et stadigt stigende specialiseringskrav, drevet af markedets behov for og efterspørgsel efter virkelige specialistkompetencer og en fortsat større kompleksitet og intensitet i reguleringen. Dette gælder også for virksomhedsoverdragelser. At være specialist i køb og salg af virksomheder indebærer ikke, at man i alle detaljer behersker samtlige de emner, som indgår i en virksomhedsoverdragelse; alene områdets omfang og hyppigheden af lov- og praksisændringer gør dette illusorisk. For at kunne agere som særlig kyndig juridisk rådgiver inden for dette område er det imidlertid nødvendigt for advokaten at have et grundlæggende overblik over de forskelligartede retsområder, der skal håndteres i en overdragelsessituation, bl.a. for at kunne identificere relevante problemstillinger og eventuelt inddrage specialister inden for det pågældende område. Det er vort håb, at fremstillingen kan bidrage til at give virksomhedsoverdragelsesadvokaten og andre rådgivere såvel som beslutningstagere et sådant overblik. Men jura er – langt fra – nok; for at begå sig i virksomhedsoverdragelsesmiljøet skal man også besidde indsigt i de forhold, som skaber eller risikerer at erodere værdiskabelsen i en virksomhed, menneskelig indsigt samt ikke mindst kulturforståelse, særligt når man indgår i internationale virksomhedsoverdragelser.

Vi har med udgangspunkt i vores teoretiske og praktiske erfaringer søgt at lave en fremstilling, som kan anvendes af jurister såvel som af virksomhedsejere og ledere og de øvrige rådgivere, der er i berøring med denne type transaktioner. Fremstillingen er tværfaglig og praktisk orienteret; vi har ikke

tilstræbt at lave – og læseren skal ikke forvente – en i gængs forstand videnskabelig fremstilling. Vi er praktikere, og dette er vores udgangspunkt for fremstillingen: At beskrive de problemstillinger, som man i det praktiske juridiske liv kommer ud for i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.

Vi har ved udarbejdelsen af denne 5. udgave af *Køb og Salg af Virksomheder* valgt at inddrage en række førende specialister i udarbejdelsen af udvalgte afsnit. Det drejer sig om følgende:

- **Jeppe Buskov og Bent Kemplar** har bistået med afsnit 4, 5, 7, 9, 10 og 11.
- **Michael Nørremark** har bistået med afsnit 12 og øvrige skattemæssige afsnit.
- **Marianne Granhøj** har bistået med afsnit 13 og 14.
- **Kim Trenskow** har bistået med afsnit 15.
- **Jens Munk Plum** har bistået med afsnit 17 og øvrige konkurrenceretlige afsnit.
- **Teis Gullitz Wormslev** har bistået med afsnit 18.
- **Jakob Bernhoft** har bistået med afsnit 19.
- **Lars Rosenberg Overby** har bistået med afsnit 20.

Desuden takker vi advokaterne Rudi Wrisberg, Mariana Gadalla, Jens Gormsen og advokatfuldmægtigene Asmus Deleuran og Morten Askekilde for bidrag samt stud. jur. Kristian Eidnes Andersen, Sonny Gaarslev, Tobias Triton Frost og Rebecca Overgaard Andersen for bistand med opdatering af bogens registre mv.

Denne 5. udgave af bogen er med hensyn til lovgivning og offentliggjort praksis i al væsentlighed opdateret pr. 1. oktober 2013.

København, januar 2014

Johannus Egholm Hansen

Christian Lundgren

Introduktion

1.1. Hvad er en virksomhedsoverdragelse?

Ved en »virksomhedsoverdragelse« forstår i det følgende en transaktion, hvorved et selskab eller en anden funktionel enhed (i denne fremstilling benævnt »målvirksomheden« eller »målselskabet«) overføres fra én ejer (sælger) til en anden ejer (køber) – på begge sider en eller flere fysisk(e) eller juridisk(e) person(er). Der er tale om et obligationsretligt køb.

Begrebet har en juridisk betydning i relation til visse lovregler, f.eks. Momsloven og Virksomhedsoverdragelsesloven, men har primært til formål at understrege virksomhedsbegrebets funktionelle karakter. Der er tale om en flerhed af aktiver og passiver, som tilsammen udgør overdragelsens genstand, direkte (i tilfælde af substanssalg)¹ eller indirekte (i tilfælde af salg af kapitalandele, det vil normalt sige aktier eller anparter).² Værdien af virksomheden vil typisk være højere end værdien af aktiverne taget hver for sig, men tilsvarende vil overdragelsen også være mere kompliceret og risikofyldt end køb af enkeltstående aktiver. Overdragelse af enkeltstående aktiver falder uden for begrebet virksomhedsoverdragelse.

Normalt vil man alene tale om en virksomhedsoverdragelse, såfremt overdragelsen medfører ændringer i kontrollen med målvirksomheden, det vil enten sige, at køber får enekontrol med målvirksomheden, eller at målvirksomheden går fra at være ejet af én ejer til en situation, hvor køber og sælger, eller flere købere, udøver fælles kontrol med målvirksomheden. Køb af minori-

1. I denne fremstilling benyttes, for at lette adskillelsen mellem de to overdragelsesformer, betegnelsen »substansoverdragelse« i stedet for det også ofte anvendte udtryk »aktivoverdragelse«.

2. Overdragelse af kapitalandele betegnes i denne fremstilling som »aktieoverdragelse«, uanset om der er tale om overdragelse af aktier, anparter eller andre former for ejerandele i en juridisk enhed.