



Karsten Gianelli
David Sander Hjortsø
Thomas Hjortkær Petersen
Nikolaj Salling
Jannik Ettrup Zeuthen

Køb og salg af virksomheder

2016

III KARNOV
GROUP

Karsten Gianelli, David Sander Hjortso,
Thomas Hjortkjær Petersen, Nikolaj Salling
og Linnik Ettrup Zeuthen
Køb og salg af virksomheder – en håndbog
1. udgave, 1. oplag
© Karnov Group Denmark A/S, København 2016

ISBN 978 87 619-3831-2

Omslag: Torben Lundsted, Korsør
Sats og tryk: AKAPRINT a/s, Aarhus

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

Forord

Langt de fleste virksomheder og virksomhedsejere vil på et eller andet tidspunkt have overvejelser om at købe og sælge en virksomhed og dermed skulle vurdere, om et køb eller et salg skal gennemføres, hvilken pris der er den rigtige og hvordan købet eller salget i givet fald skal struktureres. Disse beslutninger vil være styret af en lang række overvejelser af forretningsmæssig, juridisk og skattemæssig karakter.

Denne bog giver en samlet fremstilling af de forretningsmæssige, juridiske og skattemæssige forhold og overvejelser, som kan være relevante ved køb og salg af virksomhed. Bogen er først og fremmest skrevet til virksomhedsejere og virksomhedsledere, som har behov for en indføring i og et overblik over de relevante begreber, processer og overvejelser, og kun i mindre grad til professionelle rådgivere og andre praktikere. Af hensyn til læsevenligheden har vi derfor valgt at beskrive disse forhold uden gengivelser af eller henvisninger til lovbestemmelser, domme, afgørelser og andre fortolkningsbidrag. Vi har desuden valgt at tage udgangspunkt i overvejelserne og processerne ved overdragelse af virksomheder af en vis størrelse, som drives i selskabsform, og vi har derfor ikke medtaget en beskrivelse af de skattemæssige forhold for personer. Finansiering af virksomhedsoverdragelsen er kun medtaget i begrænset omfang.

Arbejdet har været delt mellem os, således at David Sander Hjortso og Nikolaj Salling primært har stået for de juridiske dele, Thomas Hjortkjær Petersen og Linnik Ettrup Zeuthen primært har stået for de forretningsmæssige/økonomiske dele og Karsten Gianelli primært har stået for de skatte- og afgiftsmæssige dele. Bogen er dog blevet til som et samarbejde mellem forfatterne.

Redaktionen er afsluttet 1. juli 2016

Indholdsfortegnelse

Forord.....	5
1 Indledning.....	17
1.1 Termer.....	18
2 Forløbet omkring køb og salg af virksomheder	21
2.1 At indgå i en virksomhedshandel	22
2.2 Eksterne rådgivere.....	23
2.3 Kontakt	24
2.3.1 At tage kontakt	25
2.3.2 Hvad hvis det alligevel bliver offentliggjort?	26
2.3.3 Indledningsvise drøftelser.....	27
2.3.4 Auktionsprocesser	27
2.4 Parternes forhandlingssituation.....	28
2.5 Indledende juridiske aftaler og dokumenter	29
2.5.1 Tavshedserklæring.....	29
2.6 Værdiansættelse (værdiindikation).....	30
2.7 Hensigtserklæring (<i>Letter of Intent</i>)	30
2.8 Materiale, der bør indhentes eller udleveres	31
2.9 Due Diligence-undersøgelsen	33
2.9.1 Due Diligence og rådgivere	34
2.9.2 Due Diligence gennemgang	35
2.9.2.1 Kommerciel Due Diligence.....	35
2.9.2.2 Operationel Due Diligence	35
2.9.2.3 Finansiell Due Diligence.....	36
2.9.2.4 Juridisk Due Diligence.....	37
2.9.2.5 Skattemæssig Due Diligence.....	38
2.9.2.6 Moms- og afgiftsmæssig Due Diligence	38
2.9.2.7 HR Due Diligence.....	38
2.9.3 Vendor Due Diligence.....	39
2.9.4 Konklusion på Due Diligence	39
2.10 Afsluttende forhandlinger og købsaftalen	40
2.10.1 Overdragelsesmodeller	40
2.10.2 Finansieringsmodeller	41

3 Strategiske overvejelser	43
3.1 Analyse af styrker, svagheder, muligheder og trusler (SWOT)	44
3.2 Overvejelser om vækspotentialet	46
3.3 Analyse af konkurrencesituationen	48
3.3.1 Truslen fra nye konkurrenter	49
3.3.2 Kundernes forhandlingsstyrke	49
3.3.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke	50
3.3.4 Truslen fra substituerende produkter	50
3.3.5 Truslen fra eksisterende konkurrenter	50
3.3.6 Opsamling og konklusion på Porters Five Forces	51
3.4 Integration i værdikæden og i branchen	52
3.5 Sælgers prisfastsættelse af egen virksomhed	54
4 Indledende undersøgelser	55
4.1 Grovsøgning	55
4.2 Gennemgang af kandidater	57
4.2.1 Den strategiske analyse	58
4.2.2 Procesanalysen	60
4.2.2.1 Hvem er det beslutningsdygtige organ hos sælger/køber?	61
4.2.2.2 Risici i forbindelse med overtagelsen	62
4.2.2.2.1 Offentlig tilgængelig information.	63
4.2.2.2.2 Igangværende rets- eller myndighedssager	63
4.2.2.2.3 Juridiske risici i egne aftaler	64
4.2.2.3 Overvejelser vedrørende Change of Control	65
4.2.2.3.1 Change of Control klausuler i Targets lån	65
4.2.2.3.2 Væsentlige kunder/leverandører	66
4.2.2.4 Konkurrenceretlige overvejelser	67
4.2.2.4.1 Hvornår er fusionskontrol relevant? ..	67
4.2.2.4.2 Godkendelse af købet	69
4.2.2.5 Finansiering.	71
4.2.2.5.1 Bankfinansiering.	71
4.2.2.5.1.1 Kassekredit.	72
4.2.2.5.1.2 Den revolverende og stående kredit	72
4.2.2.5.1.3 Obligationsudstedelse	73
4.2.2.5.2 Sælgerfinansiering	74
4.2.3 Den kvantitative analyse	75

4.2.3.1 Overordnet regnskabsanalyse	76
4.2.3.2 Nøgletalsanalyse	77
4.2.3.2.1 Egenkapitalens forretning	78
4.2.3.2.2 Afkastgraden	78
4.2.3.2.3 Overskudsgraden	79
4.2.3.2.4 Likviditetsgrad	79
4.2.3.2.5 Investeringscyklus	80
4.2.3.2.6 Soliditetsgrad	81
4.2.3.3 Opstilling af prisramme (for køber)	81
4.2.3.4 Vurdering af potentielle køberes finansieringsmuligheder (for sælger)	81
4.2.3.5 Validering af informationskilder	82
5 Skattemæssige overvejelser	83
5.1 Indledning	83
5.2 Overdragelse af aktiver/aktier	83
5.2.1 Overdragelse af aktiver	84
5.2.2 Overdragelse af aktier	85
6 Værdiansættelse	87
6.1 Fastsættelse af dagsværdi	88
6.2 Opdateret regnskabsanalyse og strategisk analyse	88
6.3 Budgetgennemgang	91
6.4 DCF-modellen	96
6.4.1 Beregningseksempel med DCF-modellen	99
6.4.1.1 Beregn de frie pengestrømme i budgetperioden ..	100
6.4.1.2 Beregn egenkapitalomkostningerne (r_c)	100
6.4.1.3 Beregn nutidsværdien af de forventede frie pengestrømme i budgetperioden og terminalperioden	100
6.4.1.4 Tillæg markedsværdien af ikke-driftsmæssige aktiver	101
6.5 EVA-modellen	102
6.6 Price/Earning	102
7 Strukturering af overdragelsen	105
7.1 Modeller	105
7.1.1 Overdragelse af aktiver	105
7.1.1.1 Køb til eksisterende selskab	105
7.1.1.2 Overdragelse til nystiftet selskab	107

6.1.1.2.1	Det nystiftede selskab køber direkte fra sælger.....	107
6.1.1.2.2	Køber indskyder den købte virksomhed i et nystiftet selskab.....	108
6.1.1.3	Overdragelse til udenlandsk selskab	110
6.1.2	Overdragelse af aktier	112
6.1.2.1	Overdragelse til eksisterende selskab.....	112
6.1.2.2	Overdragelse til nystiftet selskab	114
6.1.2.2.1	Det nystiftede holdingselskab køber direkte fra sælger.....	114
6.1.2.2.2	Køber indskyder det købte selskab i et nystiftet holdingselskab.....	115
6.1.2.3	Køb til udenlandsk selskab	117
6.1.2.3.1	Effekter for det købende selskab.....	118
6.1.2.3.2	Effekter for Targetselskabet.....	120
6.1.3	Sammenslutninger.....	120
6.1.3.1	Fusion.....	121
6.1.3.1.1	Modeller.....	121
6.1.3.1.2	Juridiske effekter og gennemførelse.....	125
6.1.3.1.3	Skattepligtig fusion.....	125
6.1.3.1.4	Skattefri fusion	127
6.1.3.2	Spaltning	129
6.1.3.2.1	Modeller.....	129
6.1.3.2.2	Juridiske effekter og gennemførelse.....	136
6.1.3.2.3	Skattepligtig spaltning	137
6.1.3.2.4	Skattefri spaltning.....	139
6.1.3.3	Tilførsel af aktiver.....	144
6.1.3.3.1	Modeller.....	144
6.1.3.3.2	Juridiske effekter og gennemførelse.....	146
6.1.3.3.3	Skattepligtig tilførsel.....	146
6.1.3.3.4	Skattefri tilførsel	148
6.1.3.4	Aktieombytning	151
6.1.3.4.1	Modeller.....	151
6.1.3.4.2	Juridiske effekter og gennemførelse.....	154
6.1.3.4.3	Skattepligtig aktieombytning	154
6.1.3.4.4	Skattefri aktieombytning.....	156
6.1.3.5	Etablering af I/S, K/S, P/S og lignende	159
6.1.3.5.1	Modeller.....	159
6.1.3.5.2	Juridiske effekter og gennemførelse.....	161
6.1.3.5.3	Skat	161

Due Diligence	163
1 Den juridiske baggrund – købers undersøgelsesret og pligt	165
2 Sælgers loyale oplysningspligt	165
3 Due Diligence-undersøgelsernes områder og omfang.....	166
1 Sammenhæng mellem Due Diligence-undersøgelser og overdragelsesaftalen.....	167
2 Samarbejdet om Due Diligence	170
7.5.1 Materialeliste til sælger	172
7.5.2 Tidsplan	172
7.5.3 Afklar forventninger med involverede parter	172
7.5.4 Fastsæt teamet med de korrekte ressourcer	173
7.5.5 Planlægningsnotat	173
6 Gennemgang	174
7 Afrapportering	175
8 Udvalgte områder i forbindelse med finansiel Due Diligence	177
8.1 Finansiel Due Diligence overordnet fortalt	177
8.1.1 Generiske standardtjeklister eller skræddersyet planlægning	178
8.1.2 Tidsmæssig placering	178
8.2 Planlægning	179
8.2.1 Købers formål og fokus	179
8.2.2 Forståelse af virksomheden	179
8.2.2.1 Virksomhedens ledelse og medarbejdere	180
8.2.2.2 De understøttende økonomi- og IT-systemer	180
8.2.2.3 Virksomhedens transaktioner og forretningsgange	181
9 Udvalgte områder i forbindelse med juridisk Due Diligence	185
9.1 Selskabsretlige forhold	185
9.1.1 Ret til at disponere over Target	185
9.1.2 Opfyldelse af lovmæssige forpligtelser	186
9.1.3 Bindende indgåelse af væsentlige dispositioner	186
9.2 Aftaler med tredjemand	187
9.2.1 Change of Control-klausuler	188
9.2.2 Overdragelsesklausuler	190
9.2.3 Genforhandling	191
9.2.4 Særlige vilkår	192
9.3 IT: overtagelse af infrastruktur, licenser med videre.....	192
9.3.1 Licenser	193

9.3.2	Add-ons eller specialudviklet software	194
9.4	Outsourcing	194
9.5	Arbejdsretlige forhold	195
9.5.1	VOLs præceptivitet og aftaler om afvigelser	197
9.5.2	Direktøren og andre ledende medarbejdere	198
9.5.3	Bonusaftaler, warrant- og optionsprogrammer og lignende	198
9.5.4	Ansættelseskontrakter og beviser	198
9.5.5	Overenskomster	199
9.5.6	Uafholdt ferie, afspadsering og overtid	200
9.6	Immateriale rettigheder	201
9.6.1	Ejerskab eller anden ret til brug af immateriale rettigheder ..	202
9.6.1.1	Ophavsrettigheder	202
9.6.1.2	Patentrettigheder	203
9.6.1.3	Brugsmodeller	203
9.6.1.4	Designret	204
9.6.1.4.1	Design registreret i Danmark	204
9.6.1.4.2	Design registreret som EF-design ved OHIM	204
9.6.1.4.3	Design der ikke er registreret, men er beskyttet efter designforordningen ...	204
9.6.1.4.4	Design registreret ved international designregistrering	204
9.6.1.4.5	Overdragelse af en designret	204
9.6.1.5	Varemærkeret	205
9.6.2	Identifikation af indhold og omfang af immaterialretten ..	205
9.6.3	Overdragelse af immateriale rettigheder	205
9.7	Projekter under udvikling og igangværende arbejder	206
9.8	Verserende sager	207
10	Overdragelsesaftalen og relaterede skatteaspekter	209
10.1	Parterne og hæftelse	211
10.2	Præambel	212
10.3	Definitioner	212
10.4	Overdragelsens genstand	212
10.4.1	Overdragelse af aktier	213
10.4.1.1	Aktieavancebeskatning	213
10.4.1.1.1	Statusskifte	214
10.4.1.1.2	Mellemholdingselskaber	215
10.4.1.2	Moms ved køb af aktier	216
10.4.2	Overdragelse af aktiver	217

10.4.2.1	Beskatning ved realisation af andre aktiver	220
10.4.2.1.1	Fast ejendom	220
10.4.2.1.2	Afskrivningsberettigede aktiver	221
10.4.2.1.3	Fordringer og finansielle kontrakter ..	221
10.4.2.1.4	Næringsaktiver	221
10.4.2.2	Moms ved køb af aktiver	222
10.4.2.3	Tinglysningsafgift ved køb af aktiver	223
10.4.2.4	Købs- og salgsoptioner	224
10.4.2.5	Optagelse af medejere	224
10.4.2.5.1	Nytegning af aktier	224
10.4.2.5.2	Medarbejderaktier	225
10.5	Købsummen	225
10.5.1	Købsumsregulering på baggrund af egenkapitalen	227
10.5.2	Resultatafhængig købesum	228
10.5.3	Finansiering	229
10.5.3.1	Egenkapital	230
10.5.3.2	Gæld	232
10.5.3.2.1	Renter og provisioner	232
10.5.3.2.2	Kursreguleringer	233
10.5.3.2.3	Koncernintern gæld	234
10.5.3.2.4	Gælds eftergivelse – Underskuds begrænsning	235
10.5.3.2.5	Tynd kapitalisering	236
10.5.3.2.6	Renteloftet	241
10.5.3.2.7	EBIT-reglen	245
10.5.3.2.8	Udbyttegivende gæld	246
10.5.3.2.9	Konvertibel gæld	247
10.5.3.2.10	Markedsvilkår	247
10.5.4	Vederlag	247
10.5.4.1	Kontant og gæld	247
10.5.4.2	Andre aktiver	248
10.5.4.3	Efterfølgende regulering	248
10.5.4.3.1	Løbende ydelser	248
10.5.4.3.2	Andre efterfølgende reguleringer	250
10.5.4.4	Omkostninger	250
10.5.4.5	Fordeling og værdiansættelse	251
10.5.4.5.1	Fast ejendom	252
10.5.4.5.2	Unoterede aktier	252
10.5.4.5.3	Goodwill	252
10.5.4.5.4	Vurderingsberetning	254

10.6	Skæringsdag	254
10.6.1	Skattemæssigt skæringsstidspunkt	255
10.6.1.1	Aftaletidspunkt (signing date)	256
10.6.1.2	Leveringstidspunkt (closing date)	256
10.7	Betingelser	257
10.8	Sælgers erklæringer, garantier og indeståelser	258
10.9	Sammenhængen mellem Due Diligence og erklæringer og garantier	261
10.10	Købers, respektive sælgers viden	263
10.11	Forsikringsafdækning af risici ved handlen	263
10.12	Afgivelsestidspunktet for og gentagelser af garantier	263
10.13	Fremadrettede forpligtelser (covenants)	264
10.13.1	Konkurrenceklausuler	265
10.14	Begrænsning af krav, skadesløsholdelse	266
10.15	Tvistløsning og lovvalg	269
10.16	Overdragelse	270
11	Efter opkøbet – hvad nu?	271
11.1	Kulturel integration	272
11.1.1	Hvad er kultur?	273
11.1.2	Før du offentliggør opkøbet	275
11.1.3	Kommunikér ofte og skab dialog	276
11.1.4	Konklusion	277
11.2	Juridiske overvejelser	278
11.2.1	En eller to virksomheder (fusion)	278
11.2.2	Overenskomster	280
11.2.3	Registrering af ændret ejerskab	280
11.2.4	Aftalebestemte tidsfrister	281
11.2.5	Øvrige	281
11.3	Skattemæssige overvejelser	282
11.3.1	Beskatning af den købte virksomhed	282
11.3.1.1	Sambeskatning	282
11.3.1.1.1	Obligatorisk national sambeskatning	282
11.3.1.1.2	Indkomstopgørelse, skattebetaling og hæftelse	284
11.3.1.1.3	Underskud og tab	286
11.3.1.1.4	Ejerskifte og periodeopgørelse	286
11.3.1.1.5	International sambeskatning	289
11.3.1.1.6	Territorialbeskatning af udenlandske filialer mv.	292

11.3.1.2	Underskud	292
11.3.1.3	Koncerninterne transaktioner	293
11.3.1.3.1	Transfer Pricing dokumentation	295
11.4	Regnskabsmæssig behandling af den købte virksomhed	295
11.4.1	Identifikation af den overtagende virksomhed	298
11.4.2	Fastlæggelse af overtagelsestidspunktet	299
11.4.3	Opgørelse af kostprisen for virksomhedssammenslutningen	300
11.4.3.1	Opgørelse af købesummen ved earn-out	301
11.4.3.2	Rådgiveromkostninger	302
11.4.3.3	Omkostninger til omstruktureringer	303
11.4.4	Allokering af kostpris til overtagelsesbalance	304
11.4.4.1	Ad (a) Identifikation af relevante aktiver og forpligtelser	306
11.4.4.2	Ad (b) Opgørelse af dagsværdi for de identificerede aktiver og forpligtelser	308
11.4.4.2.1	Immaterielle anlægsaktiver	309
11.4.4.2.2	Materielle anlægsaktiver	317
11.4.4.2.3	Finansielle anlægsaktiver	320
11.4.4.2.4	Omsætningsaktiver	320
11.4.4.2.5	Forpligtelser	321
11.4.4.2.6	Udskudt skat	321
11.4.4.3	Ad (c) Beregning af goodwill og egenkapital	322
11.4.5	Indregning af overtagelsesbalancen i koncernregnskab og moderselskabets regnskab	325
11.4.6	Efter virksomhedssammenslutningen	326
11.4.7	Beregning af Tax Amortisation Benefit (TAB)	327
Bilag 1	Fortrolighedserklæring	329
Bilag 2	Hensigtserklæring	335
Bilag 3	Due Diligence Request Liste	343
Bilag 4	Garantikatalog	353
Aktkørsregister		359

Bogen giver dig en forståelse af hele processen omkring køb og salg af virksomheder, således at du kan forberede dig bedst muligt, styre processen effektivt og opnå det bedste resultat.

Bogen indeholder en gennemgang af de væsentligste forretningsmæssige, strategiske, juridiske samt skatte- og regnskabsmæssige processer omkring et køb eller salg, fra de indledende overvejelser til integrationen af den opkøbte virksomhed med særligt fokus på værdiansættelse, strukturering af købet eller salget, due diligence og overdragelsesaftalen.

I bogen behandles bl.a.:

- hvordan man finder og kontakter relevante købere eller sælgere
- hvordan processen gennemføres bedst
- de forskellige juridiske og skattemæssige strukturer
- hvordan du som køber eller sælger værdiansætter en virksomhed
- hvordan overdragelsen skal aftales og gennemføres

Bogen er skrevet i lægmandssprog og indeholder en mængde praktiske eksempler.

Forfatterne er Senior Tax Manager Karsten Gianelli, advokat David Sander Hjortsø, statsautoriseret revisor Thomas Hjortkjær Petersen, advokat Nikolaj Salling og forretnings- og projektudvikler Jannik Zeuthen.

ISBN 978-87-619-3831-2



9 788761 938312