

Kandidatafhandling  
Copenhagen Business School  
1. Juni 2010

**Liberaliseringen af selvfinansieringsforbuddet**  
**– Og betydningen heraf for kapitalfondes virksomhedsopkøb**

Katja Nordentoft  
Cand.merc.jur-studiet  
Anslag: 164407

Vejledere:  
Caspar Rose  
Department of international Economics and  
Management  
Frederik Meding  
Center for kreditret og kapitalmarkedsret

## Summary

The pass of the new Danish Company's Act has resulted in a liberalization of the former prohibition on financial assistance during the purchase of a company's own shares. Therefore it is now legal, when certain conditions are met, for a company to finance its own takeover by granting the purchaser a loan, provide security or advance funds.

Private equity funds are notorious of their way of post financing their takeovers through large dividend payments after the acquisition. The alternative given through the legalization of financial assistance when purchasing shares raises the question of how this will influence private equity takeovers.

The main concern of this thesis is therefore to analyze the content of the provision on financial assistance and to examine how private equity funds will apply this alternative source of financing in connection with their takeovers.

The thesis indicates that financial assistance will apply in some takeover-situations, but that the private equity funds will not benefit largely on the new alternative. Financial assistance will primarily substitute for external financing, and will in those cases contribute positively to society. In some situations private equity funds might substitute financial assistance for equity, in hope of enlarging their profits. Taking the market conditions into consideration it is probably not likely that banks will grant loans for such riskier deals. But maybe in the long run takeovers with a higher leverage will occur in effect of the possibility of financial assistance. The riskier finance of such takeovers will cause a higher bankruptcy-rate and will probably have a negative effect on society.

Though, when the market conditions are taken into consideration, financial assistance may contribute to raising capital enough to carry out beneficial takeovers which would not have been launched under the current market conditions. When this is the case, society too will benefit from the use of financial assistance.

# Indholdsfortegnelse

<b>KAPITEL 1: PRÆSENTATION OG METODE .....</b>	<b>5</b>
1.1 INDLEDNING .....	5
1.2 PROBLEMFOMULERING .....	6
1.3 KILDEKRITIK .....	6
1.4 AFGRÆNSNINGER .....	7
1.5 METODE .....	8
1.5.1 Struktur .....	8
1.5.2 Synsvinkel.....	8
1.5.3 Juridisk metode .....	8
1.5.4 Økonomisk metode.....	9
<b>KAPITEL 2: KAPITALFONDENS KARAKTERISTIKA OG VÆRDISKABELSE.....</b>	<b>10</b>
2.1 KAPITALFONDEN – STRUKTUR OG OPBYGNING .....	10
2.1.1 To forskellige typer kapitalfonde .....	10
2.1.2 Kapitalfondens opbygning .....	11
2.1.3 Sådan opererer en kapitalfond.....	13
2.2 KAPITALFONDEN – VÆRDISKABELSE .....	15
2.2.1 Specialiseret management.....	16
2.2.2 Governance-struktur og ledelsen i den opkøbte virksomhed .....	17
2.2.3 Omstrukturering.....	19
2.3 DELKONKLUSION .....	23
<b>KAPITEL 3: MULIGHEDEN FOR SELVFINANSIERING I DANSK SELSKABSRET – FØR OG EFTER DEN NYE SELSKABSLOV .....</b>	<b>24</b>
3.1 KAPITALFONDENS RELATION TIL SELSKABSLOVGIVNINGEN .....	24
3.2 SELVFINANSIERING OG EFTERFINANSIERING UNDER DEN NUVÆRENDE REGULERING .....	24
3.2.1 Selvfinansieringsforbuddets historie i dansk ret .....	24
3.2.2 Forbuddet mod selvfinansiering .....	26
3.2.3 Efterfinansiering som lovligt alternativ .....	33
3.3 DEN NYE SELSKABSLOVS BETYDNING FOR SELVFINANSIERING OG ANVENDELSEN HERAF.....	41
3.3.1 Ophævelse af absolut forbud mod selvfinansiering under visse betingelser.....	42
3.3.2 Betydning og anvendelsesmuligheder i praksis .....	51
3.4 DELKONKLUSION .....	56
<b>KAPITEL 4: DE NYE REGLERS BETYDNING FOR FINANSIERINGEN AF KAPITALFONDSOPKØB .....</b>	<b>57</b>
4.1 SPILTEORETISK ANALYSE AF ANVENDELSESMULIGHEDERNE FOR SELVFINANSIERING .....	57
4.1.1 Case over kapitalfondsopkøb.....	57
4.1.2 Spil over afkastmuligheder for hhv. efterfinansiering og selvfinansiering .....	60
4.2 SAMFUNDSEFFEKTEN AF KAPITALFONDENS ANVENDELSE AF DE NYE REGLER. ....	66
4.2.1 Når selvfinansiering anvendes som substitut for anden fremmedfinansiering.....	67
4.2.2 Når selvfinansiering anvendes som substitut for egenfinansiering .....	71
4.3 DELKONKLUSION .....	75
<b>KAPITEL 5: KONKLUSION .....</b>	<b>76</b>
<b>KAPITEL 6: PERSPEKTIVERING .....</b>	<b>78</b>
<b>LITTERATUR.....</b>	<b>80</b>

<b>BILAG 1 – FORKORTELSER OG DEFINITIONER .....</b>	<b>83</b>
<b>BILAG 2 – BEREGNINGER AF SPILLET'S FORVENTEDE AFKAST.....</b>	<b>86</b>

# Kapitel 1: Præsentation og metode

## 1.1 Indledning

Kapitalfondene er berygtede for deres lånefinansierede virksomhedsovertagelser. De beskyldes ofte for at skade virksomhedernes fremtidige konkurrencemuligheder ved at gældssætte de opkøbte virksomheder til grænsen og udlodde store udbytter. I Danmark har flere af kapitalfondenes store virksomhedsovertagelser vakt stor debat særligt omkring hensigtsmæssigheden af at omlægge målvirksomhedens kapitalstruktur så drastisk, som det har været tilfældet i disse handler.

Hidtil har kapitalfondene dog ikke haft adgang til at finansiere virksomhedsovertagelserne igennem målvirksomhedens egne midler, men har måttet benytte sig af kreative metoder, hvor bl.a. efterfølgende udbytteudlodninger er blevet anvendt til at betale af på de til finansieringen optagede lån.

Den nye selskabslov åbner op for muligheden for, at aktieovertagelser kan finansieres direkte gennem målvirksomhedens egne midler, f.eks. i form af et lån til erhververen. Spørgsmålet er, hvad dette vil betyde for finansieringen af kapitalfondenes fremtidige virksomhedsopkøb. Selvfinansiering menes at ville bidrage med en forbedret likviditet i målselskabet i forholdt til, hvad der er tilfældet ved efterfinansiering. Omvendt kan de nye regler måske komme til at betyde, at kapitalfondene bliver fristet til en endnu højere anvendelse af fremmedfinansiering ved deres opkøb. På grund af denne usikkerhed omkring, hvordan de nye regler om selvfinansiering vil finde anvendelse, er det interessant at undersøge, hvilken betydning selvfinansiering vil få for kapitalfondene og andre interessenter.

## **1.2 Problemformulering**

- Hvad betyder den nye selskabslov for adgangen til selvfinansiering, og hvordan forventes kapitalfonde at ville anvende de nye regler i forbindelse med deres virksomhedsopkøb?

Underspørgsmål:

- 1) Hvordan opererer kapitalfondene i praksis, og hvilke metoder anvender de til at efterfinansiere deres virksomhedsopkøb?
- 2) Hvilke muligheder opnår kapitalfondene gennem de nye regler for selvfinansiering?
- 3) Vil kapitalfondene kunne drage fordel af at udnytte de nye regler for selvfinansierede aktieopkøb, og i så fald hvordan vil de anvende selvfinansiering som en del af den samlede finansiering?
- 4) Hvad vil de nye muligheder for selvfinansiering betyde for anvendelsen af fremmedfinansiering ved kapitalfondenes virksomhedsovertagelser, og hvilke konsekvenser vil dette medføre?

## **1.3 Kildekritik**

Afhandlingens analysevinkel er holdt så objektiv som mulig. Der tages således ikke stilling til, hvorvidt kapitalfonde som helhed bidrager positivt eller negativt til samfundet.

Den anvendte litteratur og de udvalgte empiriske undersøgelser og analyser er anvendt kritisk med fokus på forfatterens egne synspunkter og holdninger, og der er anvendt litteratur af både kritikere og fortalere for at belyse alle vinkler af debatten.

Til afhandlingens analysegrundlag er det forsøgt primært, at anvende undersøgelser foretaget af anerkendte forskere og universiteter.

## 1.4 Afgrænsninger

Afhandlingen beskæftiger sig med de såkaldte buyout-fonde, hvis investeringsområde er modne virksomheder. Der vil således ikke blive arbejdet med venturefondene, hvis primære investeringsområde er lovende, nystartede virksomheder<sup>1</sup>.

I afhandlingen er det primært forholdet mellem kapitalfonden og målvirksomheden der behandles. Der ses altså i høj grad bort fra de problemer, der kan opstå internt i kapitalfonden, i forholdet mellem investorerne og managementselskabet.

Det juridiske fokus er på selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, og fremover i SL §§ 206-209. Andre bestemmelser vil kun blive inddraget i det omfang det er nødvendigt for fortolkningen af disse bestemmelser. Der vil ikke i denne afhandling blive gået i dybden med skatteretlige og EU-retlige emner og ændringer på disse områder.

I afhandlingen behandles kun lovgivningen for aktieselskaber og ikke anpartsselskaber, da målselskabet typisk vil være et aktieselskab, og reglerne for de to selskabstyper tilnærmelsesvis har været ens hidtil og efter ikrafttrædelsen af selskabsloven vil være det.

Afhandlingen behandler den overordnede finansiering af kapitalfondenes virksomhedsovertagelse. Det vil sige det overordnede mix af kapitalfondens egen investering, fremmedkapital og selvfinansiering, herunder også anvendelsen af lovlig efterfinansiering i form af f.eks. udbytteudlodninger. Der går altså ikke i dybden med de underliggende kreditfaciliteter som mezzanin- og seniorkapital, og den indbyrdes prioritering heraf, og ligeledes ikke med forskellige lånekonstruktioner som f.eks. bridgefinansiering.

---

<sup>1</sup> Se Bilag 1, for nærmere beskrivelse af de to kapitalfondstyper.

## **1.5 Metode**

### **1.5.1 Struktur**

Afhandlingens overordnede mål er at belyse konsekvenserne af de nye regler for selvfinansiering og klarlægge, hvordan dette vil påvirke kapitalfondenes fremtidige finansiering af deres virksomhedsopkøb. Herunder om muligheden for selvfinansiering vil ændre kapitalstrukturen i målselskabet, og hvilken betydning dette vil få.

Indledende foretages en analyse af kapitalfondene og deres ejerskab, for at klarlægge de særlige karakteristika herved. Kendskab hertil er nødvendig for at klarlægge, hvilken betydning de nye regler for selvfinansiering får i forhold til kapitalfondenes anvendelse heraf i deres finansiering af virksomhedsopkøb. Herudover også når det skal forsøges at forudse, hvordan kapitalfonden vil anvende de nye muligheder.

Herefter analyseres indholdet af de nye regler for selvfinansiering i selskabsloven, og hvilke muligheder der herved åbnes op for.

I forlængelse heraf analyseres de praktiske anvendelsesmuligheder for de nye regler, og det undersøges, hvilken betydning anvendelsen af selvfinansiering ved kapitalfondsopkøb vil få for interessenter og dermed samfundet.

### **1.5.2 Synsvinkel**

Afhandlingen anlægger en samfundsorienteret synsvinkel. Det ønskes herigennem, at klarlægge hvad loven kommer til at betyde for anvendelsen af selvfinansiering ved kapitalfondsopkøb, og hvordan dette vil påvirke samfundet.

For at belyse dette spørgsmål vil størstedelen af analysen fokusere og beskæftige sig med lovens praktiske betydning for kapitalfonde.

### **1.5.3 Juridisk metode**

I den juridiske analyse anvendes den retsdogmatiske metode til at belyse den nye selskabslovs betydning for anvendelsen af selvfinansiering ved kapitalfondsopkøb i praksis.



Der foretages en komparativ analyse af det tidligere forbud mod selvfinansiering i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, og den nye selskabslovs bestemmelser for selvfinansiering i SL §§ 206-209. Til dette formål er anvendt relevant love, forarbejder, direktivtekster, domme og udtalelser fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen mm..

#### **1.5.4 Økonomisk metode**

I den økonomiske analyse anvendes spilteori til at belyse, hvorledes selvfinansiering ved kapitalfondsopkøb vil blive anvendt i praksis efter ikrafttrædelsen af de nye regler.

Det undersøges gennem forskellig økonomisk teori, herunder incitamentsteori, og empiriske undersøgelser, hvorledes anvendelsen af selvfinansiering vil påvirke kapitalfonden, samt øvrige interessenter, og hvilken betydning dette vurderes at få for samfundet.

## **Kapitel 2: Kapitalfondens karakteristika og værdiskabelse**

Før kapitalfondenes adfærd og effekt for samfundet kan analyseres og vurderes, er det nødvendigt at belyse kapitalfondenes opbygning og handlemønstre. I det følgende vil dette blive undersøgt, og der vil blive redegjort for, hvordan en typisk kapitalfond skaber værdi til sine investorer, samt hvilke metoder kapitalfonden anvender til at finansiere sine opkøb. På baggrund af denne viden vil det være lettere at skabe et billede af, hvordan kapitalfonde vil anvende de nye regler om selvfinansiering.

### **2.1 Kapitalfonden – Struktur og opbygning**

I dette afsnit gives der et indblik i, hvordan kapitalfondene er opbygget og struktureret. I den virkelige verden er der stor variation i den nøjagtige opbygning af kapitalfondene, men der er dog en række karaktertræk, der som regel går igen. Det er disse karaktertræk og således en simplificeret og formentlig forenklet struktur, der skitseres i dette afsnit ift. det man vil se, hvis man ser på hver enkelt kapitalfond for sig.

#### **2.1.1 To forskellige typer kapitalfonde**

Overordnet set er der to typer kapitalfonde; Venturefonde og buyout-fonde. De to typer adskiller sig på flere områder. Den mest markante forskel er, at de opererer på to forskellige arenaer. Venturefondene investerer i høj-risiko-virksomheder med et stort vækstpotentiale. Ofte er der tale om små, nystartede eller unge virksomheder uden store værdier i faste aktiver, men derimod vidensbaserede virksomheder med en god idé og stort vækstpotentiale.

Venturefondene anses generelt for at have en positiv effekt på samfundet, da de skaber et alternativ for finansiering af de høj-risiko-virksomheder, som har et godt forretningskoncept, men ikke kan få bevilget lån i bankerne pga. deres risikoprofil. Venturefondene er med til at hjælpe de virksomheder i gang, som ellers ville have svært ved at skaffe finansiering og som af den grund måske aldrig ville blive til noget.

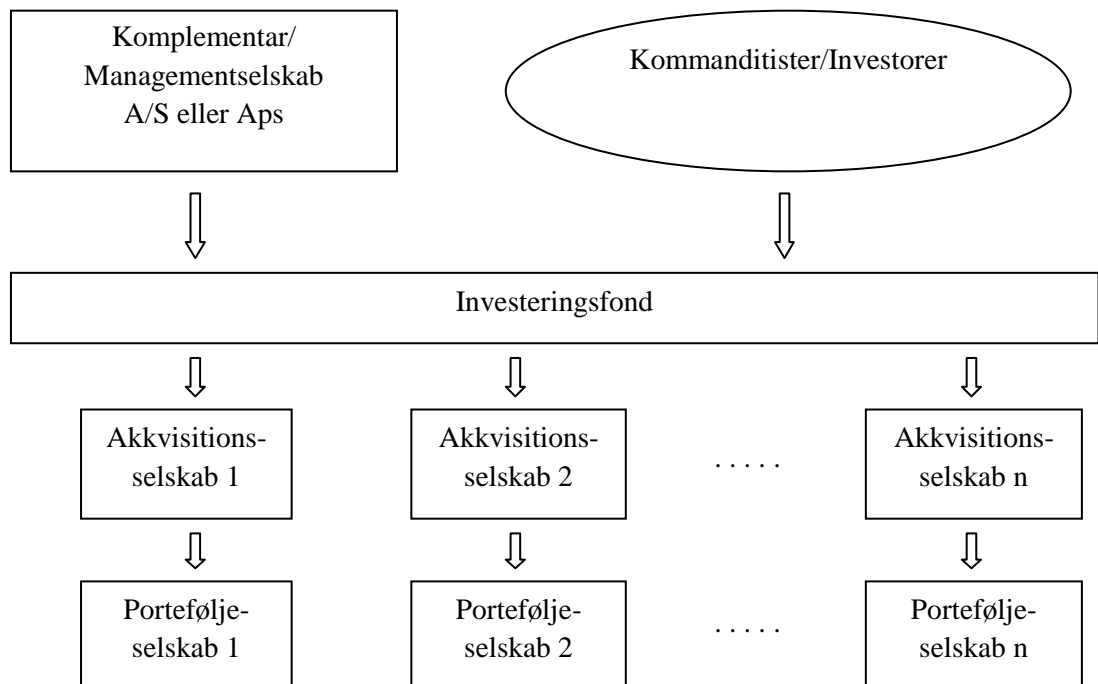
Buyout-fondene investerer derimod i modne virksomheder med et stort udviklingspotentiale, høje faste cash flows og en lav gældssætning. Der opnås næsten altid fuld kontrol med

virksomheden, som buyout-fonden herefter omstrukturerer og effektiviserer for at skabe større indtjening og derigennem øget overskud i ejerperioden. Opfattelsen af buyout-fondene er i modsætning til venturefondene, meget blandet. Fondene beskyldes bl.a. for at ødelægge velfungerende virksomheder, skabe øget arbejdsløshed og skabe større ulighed i samfundet. Andre argumenterer med, at fondene skaber øget effektivitet på markedet, ved at effektivisere driften i overlevelsestruede virksomheder, hvorved konkurrencen på markedet øges.

Buyout-fondene og deres betydning for samfundet er således kilde til store uenigheder blandt forskere, politikere og andre aktører. Det er ligeledes disse fonde, der i stor udstrækning benytter sig af en høj grad af gældsfinansiering ved deres opkøb, samt efterfølgende kapitaludtræk for at finansiere overtagelsen. På denne baggrund vil det være buyout-fondene der er fokus for denne afhandling, hvorfor der ses bort fra venturefondene, da der ikke er stor tvivl om de gavnlige samfundseffekter ved deres aktiviteter.

### **2.1.2 Kapitalfondens opbygning**

Kapitalfonden er herunder skitseret i en generaliseret og simplificeret form. I praksis er der adskillige variationer for den præcise opbygning af fondene og ofte ses en struktur med flere holdingselskaber, her i form af akquisitionsselskaber end det vil fremgå herunder.



Figur 1: Struktur for en typisk kapitalfond

Kilde: Egen tilvirkning

Kapitalfonden er som regel konstrueret som et kommanditselskab, hvor der deltager flere kommanditister, med begrænset hæftelse og én komplementar med personlig, ubegrænset hæftelse.

Kommanditisterne (herefter investorerne) er ofte, institutionelle investorer, andre kapitalfonde (funds of funds) eller velhavende privatpersoner. Det karakteristiske ved disse investorer er, at de investerer store summer og er villige til at investere i mere risikobetonede projekter, der til gengæld giver mulighed for et bedre forventet afkast.

Investorerne giver et investeringstilsagn om, at de vil investere penge i kapitalfondens aktiviteter, men pengene udbetales først i dét managementselskabet har fundet et investeringsobjekt og har valgt at investere heri.

Investorerne, er per definition ikke involveret i kapitalfondens investeringer i de opkøbte virksomheder, da de som nævnt er kommanditister med begrænset hæftelse og risikerer at

blive draget yderligere til ansvar, hvis de deltager aktivt i kommanditselskabets aktiviteter. Den aktive rolle i kommanditselskabet tilhører således kun komplementaren.<sup>2</sup>

Komplementaren er et managementselskab, ofte et A/S, hvilket sikrer, at komplementaren, på trods af at denne per definition hæfter personligt og ubegrænset, maksimalt kommer til at hæfte for tab med selskabskapitalen i managementselskabet. Herved opnås altså alligevel en vis begrænset hæftelse.

Managementselskabet vil som regel være ejet af en række partnere, der deltager aktivt i forbindelse med kapitalfondens investeringer. Managementselskabet aflønnes dels igennem en fast løn kaldet management-fee på ca. 1-2 %, alt efter kapitalfondens størrelse (Investeringens størrelse) og herudover et ekstra afkast, såkaldt carry (carried interest) på mellem 10-20 %. Management-fee modtager managementselskabet inden at investorerne modtager deres afkast, mens carry først udbetales efter, at investorerne modtager det aftalte afkast på deres investering. Som regel aftales det, at managementselskabet modtager deres carry efter, at investorerne har modtaget et afkast på 8 % af deres investering. De 8 % kaldes ofte hurdlerate, og genereres der ikke et afkast til investorerne der overstiger hurdleraten, får managementselskabet ingen carry. Carry efterstilles således størstedelen af investorernes afkastkrav.<sup>3</sup> Denne opbygning giver managementselskabet incitament til at skabe et betydeligt afkast af investeringen, således at managementselskabet selv kan få del i afkastet.

Managementselskabet forestår alle investeringer i opkøbte virksomheder og foretager de nødvendige omstruktureringer og effektiviseringer i disse virksomheder. Med andre ord er det managementselskabet, der er ansvarlig for selve værdiskabelsen i kapitalfonden. Det er dem der gennem kapitalfondens investeringer i opkøbte virksomheder skaber afkastet til investorerne. Af denne grund bliver managementselskabet ofte betragtet som værende selve kapitalfonden.

### **2.1.3 Sådan opererer en kapitalfond**

En typisk kapitalfond har en levetid på 10-12 år. Investorerne giver således kun tilsagn om, at de vil investere i kapitalfonden i en begrænset periode.

---

<sup>2</sup> G. Fraser-Sampson (2007), side 15.

<sup>3</sup> R. Spliid (2007), side 39-40

De første tre år af kapitalfondens levetid anvender managementselskabet på at rejse kapital, eller rettere finde investorer til kapitalfondens aktiviteter. Investorerne giver herved tilsagn om, at de vil investere i kapitalfondens aktiviteter i en given periode.

Herefter indleder managementselskabet arbejdet med at afdække markedet for interessante investeringsemner. De planlægger med andre ord, hvilke virksomheder de skal forsøge at overtage og analyserer, hvilke muligheder der er for at generere afkast gennem potentielle opkøb.

Denne periode, der også kaldes kapitalfondens aktive investeringsperiode varer ca. 3-5 år<sup>4</sup>, og kapitalfonden foretager som regel 10-15 virksomhedsopkøb i denne periode. De resterende 4-6 år arbejder kapitalfonden på sine investeringer og forsøger at skabe afkast til sine investorer. Afslutningsvis videresælges den opkøbte virksomhed, enten gennem børsnotering, videresalg til en industriel køber eller evt. til en anden kapitalfond.

Det ses relativt ofte, at kapitalfondene specialiserer sig inden for en bestemt branche og derved opnår et branchekendskab i managementselskabet der kan drages nytte af.

Der investeres både i unoterede og børsnoterede selskaber, dog primært i førstnævnte. Er der tale om opkøb af en børsnoteret virksomhed vil kapitalfonden som regel umiddelbart efter opkøbet afnotere porteføljevirkomheden for en periode, mens virksomheden omstruktureres. Herved spares de mange udgifter forbundet med at være noteret på børsen, og kapitalfonden kan få ro til at arbejde på virksomheden.

Kapitalfonden foretager som regel sine opkøb gennem aktieoverdragelser, da dette er forholdsvis problemfrit i forhold til alternativet, substansoverdragelse, ikke mindst set ud fra et skattemæssigt synspunkt. Ved at anvende aktieopkøb til at overtage virksomheden slipper kapitalfonden for en række formalia, men opnår den samme kontrol over virksomheden og dens ledelse som ved substansoverdragelse.

Managementselskabet vil igennem sin aktiemajoritet (ofte opkøbes stort set alle aktierne, dvs. mere end 90 %) kunne vælge medlemmerne til bestyrelsen, og derved have fuld kontrol med ledelsen i porteføljevirkomheden. Med dette udgangspunkt gennemføres de forskellige

---

<sup>4</sup> G. Fraser-Sampson (2007), side 12-13

tiltag og forbedringer i porteføljevirksohmheden, der skal sikre vækst i indtjeningen og værdiskabelse på sigt.

Managementselskabet vil allerede inden virksomhedsopkøbet have lagt en strategi for porteføljevirksohmheden, der skal øge indtjeningen og skabe afkast til investorerne. Denne strategiplan iværksættes umiddelbart efter overtagelsen, og managementselskabet påbegynder omstruktureringen og effektiviseringen af den pågældende virksomhed. De vil forsøge at udvikle porteføljevirksohmheden gennem forskellige tiltag, der skal forbedre dens indtjeningssevne og værdi. En god kapitalfond skal ikke blot købe billigt og sælge dyrt, men derimod formå at opnå et højere indtjeningsniveau i virksomheden i dens ejertid. Dette kan f.eks. gøres ved at sælge underskudsgivende dele af virksomheden fra, og i stedet målrettet koncentrere sig om den opkøbte virksomheds kernekompetence og udviklingen heraf. Det kan også gøres ved at optimere arbejdsgange eller omstrukturere gældsforholdene i virksomheden. I praksis er ikke to udviklingsstrategier ens, men mange arbejdsmetoder går igen og kendetegner kapitalfondenes arbejdsmetoder ift. værdiskabelse gennem porteføljevirksohmhederne. Dette behandles i afsnittet herunder.

## **2.2 Kapitalfonden – Værdiskabelse**

Når det herunder skal undersøges, hvordan kapitalfondene skaber værdi, skal det holdes for øje, at der, i første omgang, udelukkende menes værdiskabelse for kapitalfonden selv og dens investorer, der forsøges altså redegjort for, hvad det er der gør, at kapitalfonden kan love større og mere attraktive afkast end industrielle virksomheder.

Der er ved kapitalfondens opkøb af virksomheder en række tiltag der går igen, og kan opfattes for karakteristiske for kapitalfondenes ejerskab. Disse tiltag er af forskellig karakter og vil blive gennemgået herunder.

Generelt kan det siges, at kapitalfondene har den fordel, at de kommer udefra og kan se virksomheden med nye øjne, med fokus på vækst og udvikling. Dette kan i nogle tilfælde bane vejen for svære, men nødvendige beslutninger, der kan skabe en reel forbedring af porteføljevirksohmhedens indkomstgrundlag, og måske endda være en nødvendighed for, at virksomheden på sigt kan overleve i markedet.

### 2.2.1 Specialiseret management

Som nævnt tidligere specialiserer managementselskabet sig ofte inden for en bestemt branche og kan derfor have fordel heraf i forbindelse med deres opkøb. Dette kan hjælpe managementselskabet i deres arbejde i porteføljevirkomheden, men det er næppe noget der giver dem en fordel i forhold til industrielle aktører i branchen.

Men kapitalfondene har særlige kompetencer og erfaringer inden for ét område der skaber problemer for mange ledelser i industrielle virksomheder. Næmlig når der sker ændringer i virksomhedernes omgivelser og forretningsvilkår. Det kan ofte skabe store problemer for ellers veletablerede virksomheder. Det er sådanne virksomheder kapitalfondene har specialiseret sig i at opkøbe, og de har betydelige kompetencer inden for såkaldt crisis management<sup>5</sup>. Strategisk planlægning og kunsten at efterleve målene til tiden og efter planen er en af kapitalfondenes styrker, og måske er det dét, de gør bedre end den tidligere ledelse, der var kommet i vanskeligheder.

Managementselskabets har også stor erfaring med at øge indtjeningen og skabe overskud i ejerperioden. Altså i at konstruere en strategi, der udelukkende fokuserer på at maksimere afkastet. Det er en svær kunst i sig selv, der kræver erfaring og indsigt i regler og virkemidler. I forbindelse hermed er det vigtigt at holde sig for øje, at kapitalfonden er drevet af én grundlæggende interesse – at skabe værdi. Netop dette kritiseres de for, men det er en af deres styrker ift. industrielle aktører, der ofte har andre interesser, der betyder, at værdiskabelsen nedsættes. Disse andre interesser er f.eks. vækst, image og fremtidige karrieremuligheder, og i nogle tilfælde en personlig og følelsesbetonet tilknytning til virksomheden, hvilket ofte ses i familieejede og traditionsbundne virksomheder. Nogen af disse interesser kan spænde ben for værdiskabelsen i virksomheden, f.eks. ved at underskudsgivende dele af virksomheden videreføres, ikke-rentable og usikre projekter igangsættes m.m. I disse situationer kan managementselskabet se virksomheden og dens potentiale med nye øjne og alene af den grund øge værdiskabelsen. De kan bryde gamle vaner og uden tøven træffe de svære beslutninger, der måske i sidste ende kan få betydning for virksomhedens overlevelse på sigt.

---

<sup>5</sup> Cendrovski, Martin, Petro & Wadecki (2008), side 125.



## 2.2.2 Governance-struktur og ledelsen i den opkøbte virksomhed

Governance-strukturen er en vigtig faktor, når man skal forstå, hvordan kapitalfondenes ledelsesmodel skiller sig ud fra almindelige industrielle virksomheder, og hvorfor de kan skabe bedre afkast til deres investorer.

Der er, som tidligere nævnt, store forskelle på ledelsens interesser i en kapitalfondsejet virksomhed og i en industrielt ejet virksomhed.

I en industrielt ejet virksomhed kan der være stor forskel på, hvad der motiverer og styrer ledelsens beslutninger alt efter, hvor koncentreret ejerskabet af virksomheden er. Er ejerskabet meget spredt er det svært for aktionærerne at sikre sine interesser. Er der en stærk majoritetsaktionær, vil ledelsen kunne styres til at handle i aktionærens interesse og dermed øge fokus på værdiskabelse og afkast til aktionærerne.

Når der er tale om kapitalfondsejede virksomheder, vil der være fuld kontrol med ledelsen og managementselskabet vil sikre sig, at ledelsen handler i kapitalfondens interesse. Der er således tale om en meget stærk governancestruktur, der afhjælper nogle af de principal-agent-problemer, der ses i børsnoterede selskaber, som følge af manglende interessesammenfald mellem ledelse og ejere.

I nogen tilfælde afsætter managementselskabet helt den eksisterende ledelse, og sætter sig selv i bestyrelsen, hvorved der opnås fuld kontrol med den opkøbte virksomhed, men som regel fortsætter den opkøbte virksomheds eksisterende ledelse efter opkøbet. I så fald vil kapitalfonden kræve faste rapporteringer til managementselskabet om virksomhedens forhold, og ledelsen i det opkøbte selskab vil blive tilbudt omfattende incitamentsprogrammer, der skal sikre, at de handler i overensstemmelse med kapitalfondens interesser. Disse incitamentsprogrammer skiller sig ud fra almindelige incitamentsprogrammer<sup>6</sup>, ved at give ledelsen i porteføljeselskabet store egenkapitalandele og derved en høj økonomisk risiko og mulighed for en betydelig gevinst ved værdiskabelsen i virksomheden. Der skabes et større sammenfald mellem ledelsen og kapitalfondens interesser end ved incitamentsprogrammer i almindelige industrielle virksomheder. Ofte er købet af kapitalandelene delvist gældsfinansieret, hvilket gør, at ledelsen risikerer store tab, hvis det går galt. Til gengæld belønnes de så også rigeligt når det går godt. Ofte kritiseres

---

<sup>6</sup> Cendrovski, Martin, Petro & Wadecki (2008), side 117.

de store summer, også kaldet golden parachutes eller gyldne håndtryk, i pressen, mens bagsiden af medaljen overses.<sup>7</sup>

Incitament-programmet belønner som regel først ledelsen efter, at porteføljevirkksomheden er afstået succesfuldt. Til gengæld belønnes ledelsen med meget store beløb. F.eks. estimerer M. Jensen, på baggrund af en række empiriske undersøgelser udført af Kaplan<sup>8</sup>, at dette beløb er 10-20 gange større end sammenlignelige incitamentsprogrammer i industrielle virksomheder.<sup>9</sup> Ledelsen i kapitalfondenes porteføljeselskaber har altså meget mere på spil end ledelsen i de industrielle virksomheder.

M. Jensen understreger i sin artikel fra 1989, at minimering af omkostninger forbundet med principal-agent problemer og øget overvågning af ledelsen i porteføljeselskaberne er en af de store fordele ved kapitalfondsejerskab<sup>10</sup>. Han påpeger, at manglende overvågning og kontrol med ledelsen på sigt medfører, at ledelsen vil træffe uøkonomiske beslutninger, generere internt spild af organisationens ressourcer og engagere sig i værdireducerende aktiviteter, hvilket på langt sigt vil føre til bureaukrati, inefficiens, forringet produktkvalitet og nedsætte fleksibiliteten i organisationsstrukturen<sup>11</sup>.

En anden fordel ved den governancestruktur der gælder under kapitalfondens ejerskab er, at der hviler en troværdig afskedigelsestrussel, hvis ledelsen ikke leverer det, kapitalfonden forventer. I børsnoterede selskaber vil der kun sjældent være den samme afskedigelsestrussel, da ejerskabet ofte er mere eller mindre spredt, og aktionærerne derfor ikke har samme kontrol med ledelsen.

At afskedigelsestruslen for ledelsen i porteføljeselskabet er troværdig, er der adskillige eksempler på i praksis. I kapitalfondens opkøb af virksomhederne Sabroe, Superfos, TDC og ISS blev virksomhedens direktør afsat undervejs i forløbet. Truslen er således i høj grad troværdig, og kapitalfonden kræver, at ledelsen udelukkende handler i overensstemmelse med kapitalfondens interesser.

---

<sup>7</sup> R. Spliid (2007), side 353-354.

<sup>8</sup> Kaplan (1990), "Sources of Value in Managed Buyouts", Journal of Financial Economics.

<sup>9</sup> M. Jensen (1989), side 16.

<sup>10</sup> M. Jensen (1989), side 7.

<sup>11</sup> M. Jensen (1989), side 28

### 2.2.3 Omstrukturering

Udover det faktum, at incitamentsstrukturer ændres i kapitalfondsejede virksomheder, foregår der som regel også en række mere håndgribelige ændringer i porteføljevirkomhedens struktur. Disse omstruktureringer og tiltag sker som led i kapitalfondens strategiske plan for virksomheden med det formål, at effektivisere porteføljevirkomheden og øge indtjeningen.

Omstruktureringen kan være af meget forskellig karakter, men ofte spaltes dele af virksomheden fra til frasalg eller underskudsgivende enheder nedlægges.

Det ses også, at kapitalfonde opkøber flere virksomheder inden for den samme branche, hvorefter porteføljevirkomhederne fusioneres til én virksomhed, hvis funktioner samordnes, hvorved der spares ressourcer og arbejdspladser.

#### 2.2.3.1 Finansiell omstrukturering

Den finansielle omstrukturering, der næsten altid er en del af kapitalfondenes virksomhedsopkøb, er for mange blevet kendetegnet for kapitalfondenes aktiviteter. Det er heller ikke til at komme uden om, at det er en stor del af kapitalfondenes måde at skabe afkast på, hvilket der er en god grund til. Ved at anvende gældsfinansiering øges afkastet nemlig betydeligt i forhold til, hvis købet udelukkende var finansieret ved egenkapital (Herefter EK). Dette kan vises ved et forenklet eksempel<sup>12</sup>:

En kapitalfond køber en virksomhed for 100 mio. kr. og videresælger virksomheden tre år senere til 150 mio. kr.

Følgende formel anvendes til at beregne det procentvise afkast for de to scenarier:

$$\frac{\text{salgssum} - \text{tilbagebetaling af gæld} - \text{Egenkapitalfinansiering}}{\text{Egenkapitalfinansiering}} \cdot 100\% = [\% \text{ - vis afkast}]$$

Er købet 100 % EK-finansieret er der altså skabt et overskud på egenkapitalen på 50 mio. kr.

Det giver et procentvist afkast på:

$$\frac{150 \text{ mio.kr.} - 0 \text{ mio.kr.} - 100 \text{ mio.kr.}}{100 \text{ mio.kr.}} = 50\% \text{ over 3 år}$$

---

<sup>12</sup> Det antages, at kapitalfonden kun tjener på videresalget, og der ses således bort fra evt. indtjening og afkast i ejerperioden, samt låneomkostninger forbundet med den optagede gæld.

Finansieres købet derimod med 50 % EK og 50 % gæld, ser regnestykket således ud: Afkastet på de 50 mio. kr. egenkapital er stadig 50 mio. kr., men nu bliver det procentvise afkast:

$$\frac{150 \text{ mio.kr.} - 50 \text{ mio.kr.} - 50 \text{ mio.kr.}}{50 \text{ mio.kr.}} = 100\% \text{ over 3 år}$$

Det procentvise afkast bliver altså væsentlig højere, når opkøbet finansieres ved gæld. Jo større gældsfinansiering, des større afkast på egenkapitalen. Generelt gælder det for kapitalfondenes opkøb, at de som regel finansieres med endnu større andel af gæld, hvilket forbedrer afkastet yderligere end vist i eksemplet, hvor der dog ses bort fra låneomkostningerne.

Det skal i forlængelse heraf nævnes, at det næsten altid er dyrere for kapitalfonden, at udnytte tilsagn på yderligere midler afgivet af dens investorer, end det er at låne fremmedkapital, da investorerne kræver et højere afkast end kreditorerne, som følge af at deres afkast efterstilles kreditorernes krav. Derfor er fremmedkapital næsten altid et billigere alternativ, såfremt bankerne er villige til at yde lånet og en højere gældsætning i kapitalfondenes porteføljeselskaber er derfor en naturlig følge af, at dette er den mest optimale kapitalstruktur for porteføljevirksohederne.<sup>13</sup> Fordelen ved at kunne benytte investorerne tilsagn om yderligere tilskud er, at kapitalfonden heri har en sikkerhed for at kunne skaffe flere midler. Andre typer virksomheder er i modsætning til dette afhængige af, at banken eller andre er villige til at yde lån. Derfor kan kapitalfonden og andre privatejede virksomheder forsvarligt have en højere gældsætning af virksomheden, da de ved uforudsete problemer er i stand til hurtigt at rejse ny kapital via investorerne tilsagn. For børsnoterede virksomheder er dette en proces, der er besværlig og langvarig, da de i første omgang står over for den udfordring at overbevise et stort antal investorer om, at det er en god ide at skyde flere penge i den kriseramte virksomhed, hvilket i sig selv kan være en udfordring. Herefter skal der udarbejdes et prospekt i forbindelse med aktieudvidelsen førend den kan godkendes, hvilket ligeledes er tidskrævende. Af den grund er der ganske enkelt et større behov for egenkapital i de børsnoterede virksomheder end i de privatejede.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> R. Spliid (2007), side 367-368.

<sup>14</sup> R. Spliid (2007), side 380-381.

En kapitalfond vil som regel benytte følgende fremgangsmåde når den har fundet et passende investeringsobjekt som er klar til overtagelse:

Kapitalfonden opkøber virksomheden med en høj grad af gældsfinansiering ofte omkring 70 %. De resterende 30 % kommer kapitalfonden selv med. Efter overtagelsen vil kapitalfonden lade den opkøbte virksomhed overtage gælden og således også afdragene. Der foretages et såkaldt debt push down (DPD), der foregår på følgende måde:

Kapitalfonden opretter som regel et holdingselskab til formålet som akquisitionsselskab. Holdingselskabet skydes ind under kapitalfonden og låner den nødvendige kapital i banken. Virksomheden opkøbes og optager efterfølgende et tilsvarende lån, og de lånte penge udbetales til holdingselskabet som ekstraordinært udbytte. Det ekstraordinære udbytte anvendes til at betale det oprindelige lån ud. På denne måde er lånet flyttet fra holdingselskabet til den opkøbte virksomhed umiddelbart efter låneoptagelsen<sup>15</sup>. Som regel er denne fremgangsmåde på forhånd aftalt med kreditor, der altid vil have større interesse i, at lånet er placeret i det ”aktive” selskab, hvor der reelt er en indtjening, og hvor kreditors krav vil være sidestillet med de øvrige kreditorer i porteføljeselskabet. Er lånet placeret i akquisitionsselskabet, vil kreditors krav være efterstillet de øvrige kreditorer i og med, at akquisitionsselskabets eneste indkommende pengestrøm vil være udbytter.

En anden fremgangsmåde kapitalfonde ofte anvender for at trække kapital ud af de opkøbte virksomheder er de såkaldte dividend recaps. Det foregår sådan, at der foretages en ny værdisætning af virksomhedens aktiver. På denne måde kan man få evt. skjulte reserver gjort frie. Herefter kan den opkøbte virksomhed tage et nyt lån i virksomheden, hvormed der frigives kapital, der efterfølgende udbetales til ejerne som ekstraordinært udbytte. Det kan altså siges, at rekapitaliseringer, de såkaldte recaps er ekstra udbytteudbetalinger fremskaffet gennem øget gældsstiftelse i det opkøbte selskab.<sup>16</sup>

Kort sagt benytter kapitalfondene sig af en fremgangsmåde, der går ud på at omlægge så meget egenkapital til gæld som muligt i porteføljeselskabet, og derefter trække frigivet kapital op i kapitalfonden gennem ekstraordinære udbytter, når dette er en mulighed. F.eks. efterhånden som lånene betales ned af de evt. øgede indkommende cashflows. I sådanne

---

<sup>15</sup> R. Spliid (2007), side 32.

<sup>16</sup> P. N. Rasmussen (2007), side 65.

tilfælde vil der ofte blive optaget nye lån, og efterfølgende blive udloddet ekstraordinært udbytte.

Den store omlægelse af egenkapital til gæld i den opkøbte virksomhed er også en fordel for kapitalfondene fra et skattemæssigt synspunkt, da gælden skaber mulighed for store rentefradrag, som nedsætter eller helt eliminerer den opkøbte virksomheds skattebetalinger til staten. På denne måde øges overskuddet efter skat.

Omfanget af gældsoptagelse i virksomheden kan ikke siges udelukkende at være forbeholdt kapitalfondene, da enhver virksomhed til en vis grænse har denne mulighed. Privatejede virksomheder, som kapitalfondsejede porteføljevirkomheder, kan som nævnt operere forsvarligt med en højere gældsætning end det er muligt i børsnoterede selskaber. Der er dog en tendens i de børsnoterede virksomheder til at ligge inde med for store reserver af egenkapital i stedet for at udbetale overskuddet til aktionærerne. Dette er i ledelsens interesse, da opbyggelsen af en høj egenkapital skaber en buffer for fejlslagne beslutninger og mislykkede projekter, og sker som følge af Principal-Agent-problemer<sup>17</sup> og Moral Hazard<sup>18</sup>. På denne måde kan høje egenkapital-reserver blive en sovepude for ledelsen i den børsnoterede virksomhed. Jensen mener, at overskud også i børsnoterede virksomheder bør udbetales til aktionærerne i situationer, hvor der ikke er et rentabelt investeringsprojekt som alternativ<sup>19</sup>. Der bør med andre ord ikke opbygges store EK-reserver, da effektiviteten i virksomheden herved nedsættes. Dette er som nævnt alligevel tilfældet i mange børsnoterede virksomheder, hvilket giver kapitalfondene bedre mulighed for gevinst ved at omlægge debt-equity-ratioen i de virksomheder de opkøber.

Udover, at kapitalfondenes fordel i form af muligheden for højere gældsættelse af porteføljeselskaberne, er managementselskabet specialiseret inden for finansielle omstruktureringer. De har det overblik der skal til og kender reglerne i detaljer, hvilket er en fordel mht. at kunne sammensætte den optimale gældsstruktur i hver enkelt porteføljevirkomhed. Herudover kræver en høj gældsandel i virksomheden skarp kontrol med ændringer i de indgående cash flows og ændringer i markedet. Dette har managementselskabet stor erfaring med at håndtere, og de har skarpe kontrolprocedurer for,

---

<sup>17</sup> Se bilag 1 for nærmere beskrivelse af Principal-Agent-Teori.

<sup>18</sup> Se bilag 1 for nærmere beskrivelse af Moral Hazard.

<sup>19</sup> M. Jensen (1989), side 9.

hvornår og hvor ofte ledelsen i det opkøbte selskab skal rapportere til kapitalfondene om evt. ændringer.

Alt i alt viser det sig ofte, at kapitalfondene klarer sig bedre i såkaldt crisis-management. Formentlig fordi det er de vilkår, de har tilpasset og specialiseret sig i.

## **2.3 Delkonklusion**

Kapitalfondene adskiller sig særligt fra de industrielle virksomheder gennem deres særlige governancestruktur, der er præget af en høj grad af kontrol med ledelsen i porteføljeselskabet, og deres anvendelse af gældsfinansiering ved deres opkøb. Det aktive ejerskab og den skarpe kontrol med porteføljeselskabet er bl.a. årsagen til, at kapitalfondene i højere grad end industrielle virksomheder har mulighed for at ændre så drastisk i porteføljevirkomhedens finansielle struktur som det ofte er tilfældet. Netop kapitalstrukturen kan være grunden til, at kapitalfondene i mange tilfælde kan love deres investorer et bedre afkast.

## **Kapitel 3: Muligheden for selvfinansiering i dansk selskabsret – Før og efter den nye selskabslov**

### **3.1 Kapitalfondes relation til selskabslovgivningen**

Kapitalfonde er som nævnt struktureret som kommanditselskaber og er derfor i deres helhed ikke underlagt selskabslovene. Men som tidligere beskrevet, er managementselskabet næsten altid et anparts- eller aktieselskab for at begrænse komplementarens hæftelse, og derfor vil managementselskabet i disse tilfælde naturligvis være underlagt reglerne i selskabslovene, hvormed der tænkes på anpartsloven (herefter APSL), aktieselskabsloven (Herefter ASL) og den endnu kun delvist ikrafttrådte, men vedtagne selskabslov (Herefter SL).

I forbindelse med denne afhandling er anvendelsen af ASL begrundet ved, at de selskaber der opkøbes af kapitalfondene som regel vil være aktieselskaber, og på denne baggrund finder aktieselskabsloven anvendelse på kapitalfondens muligheder for at finansiere opkøbet af virksomheden gennem målselskabets egne midler.

### **3.2 Selvfinansiering og efterfinansiering under den nuværende regulering**

#### **3.2.1 Selvfinansieringsforbuddets historie i dansk ret**

Idéen om et forbud mod selvfinansiering blev for første gang introduceret i betænkning 362/1964<sup>20</sup>. Forbuddet var inspireret af et lignende forbud i engelsk ret og var begrundet i ønsket om at beskytte kreditorerne og aktionærerne i selskaberne mod situationer, hvor selskabet midler forsvandt ud af selskabet gennem lån til erhvervelse af aktier heri.

Forbuddet omfattede i modsætning til det nuværende forbud kun udlån og hverken sikkerhedsstillelse eller at stille midler til rådighed. Forbuddet blev aldrig vedtaget i sin daværende form, men blev igen foreslået indført i betænkning 540/1969 om en fælles nordisk aktieselskabslovgivning med henvisning til Boss of Scandinavia-sagerne<sup>21</sup>, hvormed

---

<sup>20</sup> Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen, side 132. Forbuddet blev foreslået som forslagens § 47 i kapitlet angående aktionærlån.

<sup>21</sup> U1970.96H, U1970.795H, U1970.803H, U1973.417H. Sagerne omhandlede en sammenslutning af fem mindre selskaber i konfektionsbranchen. Konstruktionen var sammensat som et kommanditistselskab, hvori



det i betænkningen påpeges at bestemmelsen for dansk rets vedkommende har fået forøget aktualitet og betydning<sup>22</sup>. Det særlige ved Boss of Scandinavia-sagerne var, at de sagsøgte, med meget begrænsede midler, opkøbte en række virksomheder ved at lade de opkøbte virksomheder stille sikkerhed på kryds og tværs for de til erhvervelserne optagede lån. På baggrund heraf var ordlyden af det fremsatte forbud også ændret således, at forbuddet endvidere omfattede sikkerhedsstillelse for lån med det formål at opkøbe aktier i det sikkerhedsstillende selskab. Betænkningen førte ikke direkte til vedtagelse af forbuddet. I stedet blev et udvalg nedsat af Handelsministeriet med henblik på at undersøge, hvordan sager af samme art som de i Boss-skandalen omhandlede bedst kunne undgås og forebygges igennem lovgivningen.

Betænkningerne førte samlet set til, at selvfinansieringsforbuddet i forbindelse med revisionen af aktieselskabslovgivningen i 1973 blev indsat som § 115, stk. 4, i den nye aktieselskabslov. Udformningen af bestemmelsen var den samme som foreslået i betænkning nr. 540/1969 og ordlyden blev således følgende:

*”Stk. 4. Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller dets moderselskab. Ej heller må selskabet stille sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse.”*

I 1982 implementerede Danmark med lov nr. 282 af 9. juni 1982, EU's 2. Selskabsdirektiv<sup>23</sup>, hvori selvfinansieringsforbuddet for første gang blev introduceret på fælleskabsretligt plan. I den forbindelse blev ordlyden af aktieselskabslovens forbud mod selvfinansiering ændret til en bredere form, hvor forbuddet også omfatter den situation, hvor

---

de fem konfektionsfabrikker indtrådte som kommanditister, som komplementar blev indsat et fællesejet aktieselskab. Ideen med sammenslutningen var at opkøbe andre virksomheder indenfor konfektionsbranchen. Sammenslutningen udøvede dog kun sin virksomhed i mindre end et år, hvorefter de blev erklæret konkurs, da der manglede likviditet i virksomheden og de mange opkøb var finansieret gennem låneoptagelse, afbetaling af aktierne på kredit og et net af sikkerhedsstillelser mellem de involverede selskaber. Da forbuddet endnu ikke var en del af dansk ret, blev ingen af sagerne afgjort på baggrund heraf, men i stedet fandt forskellige regler inden for erstatningsretten anvendelse. Sagerne vakte stor opsigt og der var bred politisk enighed om at der måtte opsættes hindringer for lignende konstruktioner i forbindelse med revision af aktieselskabslovgivningen. I litteraturen er Boss-sagerne bl.a. diskuteret i Andersen og Melander (2007), side 68.

<sup>22</sup> Betænkning nr. 540/1969 om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning, Bemærkningerne til § 115, stk. 4, side 159.

<sup>23</sup> Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. December 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde.

et selskab stiller midler til rådighed for opkøb af selskabets aktier. Det er denne udformning af forbuddet som findes i ASL § 115, stk. 2, og fortsat er gældende indtil ikrafttrædelsen af den nye selskabslov<sup>24</sup>. Som det vil fremgå i den videre analyse, afviger formuleringen i den danske direktivtekst fra de øvrige sproglige versioner, hvilket har givet anledning til en række fortolkningsmæssige problemer.

### 3.2.2 Forbuddet mod selvfinansiering

Det danske forbud mod selvfinansiering findes i ASL<sup>25</sup> § 115, stk. 2. En tilsvarende bestemmelse gælder for anpartsselskaber og findes i APSL § 49. I denne afhandling vil der blive fokuseret på reglerne for aktieselskaber, idet porteføljeselskaberne normalt vil være aktieselskaber, og reglerne om selvfinansiering i hovedtræk er ens for de to selskabstyper både før og efter den nye selskabslov.

Forbuddet mod selvfinansiering i ASL § 115, stk. 2, har følgende ordlyd:

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

Bestemmelsen finder således anvendelse på situationer, hvor et selskabs aktier eller anparter erhverves, og hvor der således finder en overdragelse sted. Lånet skal ske som led i erhvervelsen af selskabets aktier eller anparter for at være omfattet af forbuddet og i forlængelse heraf må der i den enkelte situation foretages formålsfortolkning, hvor der tages stilling til, hvorvidt formålet med lånet var at medvirke til finansieringen af erhvervelsen af selskabets aktier. Således vil også indirekte finansiering af erhvervelse af aktier i målselskabet kunne omfattes af forbuddet. En situation, hvor tredjemand låner penge af

---

<sup>24</sup> Lov nr. 470 af den 12. Juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven). Økonomi- og Erhvervsministeren har i medfør af SL § 372 sat dele af loven i kraft ved bekendtgørelse nr. 172 af 22. februar 2010 med virkning fra 1. marts 2010. Bekendtgørelsen ophæver den tidligere aktieselskabslov med virkning fra 1. marts 2010, jf. § 53, og fastsætter overgangsbestemmelser for lovens øvrige områder, jf. § 1, stk. 3.

<sup>25</sup> Lov nr. 370 af 13. juni 1973 om aktieselskaber. LBK nr. 649 af 15. juni 2006, som ændret ved lov nr. 108 af 7. februar 2007, lov nr. 573 af 6. juni 2007, lov nr. 576 af 6. juni 2007, lov nr. 468 af 17. juni 2008 og lov nr. 510 af 17. juni 2008. Loven er ophævet ved bekendtgørelse nr. 172 af 22. februar 2010 i medfør af lov af 470 af den 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber § 372. Reglerne om selvfinansiering i den nye selskabslovs §§ 206-209 er endnu ikke trådt i kraft, hvorfor bekendtgørelsen fastsætter midlertidige bestemmelser i bekendtgørelsens kapitel 7. Den midlertidige bestemmelse om selvfinansiering svarer til bestemmelsen i ASL. Dette vil ikke blive behandlet i denne afhandling, da de som nævnt er midlertidige og derfor ikke vil have mærkbar betydning for anvendelsen af selvfinansiering.

målselskabet og derpå udlåner dem til erhververen af aktierne i dette selskab, vil altså også være omfattet af forbuddet, når formålet hermed er at finansiere aktieerhvervelsen. Det afgørende er således ikke at lånet sker fra målselskabet til erhververen, men at virkningen og formålet er at finansiere erhvervelsen.

Således er lån fra et aktieselskab til finansiering af erhvervelsen af aktier eller anparter i dets moderskab<sup>26</sup> ligeledes omfattet af forbuddet. Dette skyldes at erhververen igennem en aktiemajoritet i moderselskabet vil kunne opnå kontrol med datterselskabet. Moderselskabsbegrebet i ASL § 115, stk. 2, er det samme som gælder ved koncernlån, og omfatter danske moderselskaber, som er aktie- eller anpartsselskaber. Indtil 2001 fremgik det af Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis at bestemmelsen således kun omfattede danske moderselskaber, herefter har styrelsen dog ændret praksis på området, således at også moderselskaber i EU- og EØS-lande er omfattet for selskabstyper svarende til de danske aktie- og anpartsselskaber<sup>27</sup>.

Forbuddet gælder erhvervelse af aktier og anparter, hvorfor overdragelsen af selskabets aktiver ikke er omfattet heraf. Selskabet kan altså uden videre yde lån til en erhverver af selskabets aktiver, f.eks. i forbindelse med en substansoverdragelse. Bestemmelsen forhindrer således ikke at dele af virksomhedens aktiver overdrages på kredit.

Derimod er alle aktieerhvervelser omfattet, og det er derfor uden betydning, om der erhverves en aktiemajoritet eller minoritet. Forbuddet indeholder således ingen form for de minimis begrænsning, men omfatter alle lån uanset størrelsen heraf.

Spørgsmålet er dog hvordan aktiebegrebet skal forstås, og hvorvidt forbuddet også gælder ved nytegning af aktier. Det interessante i denne forbindelse er, om erhvervelse bør fortolkes snævert eller om nytegning også er omfattet heraf. Det må i den forbindelse vurderes om en nytegning af aktier vil have samme virkning på selskabets kapital som en erhvervelse af eksisterende aktier. Er dette tilfældet bør der gælde samme beskyttelse af kreditorer og aktionærer, og det må derfor formodes, at også nytegning af aktier skal omfattes. Det afgørende for denne vurdering må være, hvorvidt selskabet yder noget til erhvervelsen eller om selskabet tilføres værdi. Ved almindelig nytegning af aktier vil der skulle erlægges en

---

<sup>26</sup> Defineret i SL § 5, nr. 20, samt §§ 6 og 7.

<sup>27</sup> Betænkning nr. 1498/2008, side 498-499, samt 515, og Lars Bunch, Ida Rosenberg og Lone Sneholt (2007), side 574.

ydelse for aktierne, hvormed lån hertil bør omfattes, da de således erhverves fra selskabet. Det kan derimod diskuteres, hvorvidt nyttegning gennem gældskonvertering, jf. ASL § 33 a, bør omfattes, da selskabet herved eftergives sin gæld som betaling for aktierne og ikke som ved almindelig nyttegning modtager betaling fra aktietegneren, i form af penge eller apportindskud. Normalt vil der dog ikke ved en sådan gældskonvertering være behov for finansiering af tegningen af aktierne, da der sker en omlæggelse af en allerede eksisterende gæld i selskabet til aktier i selskabet. På denne baggrund vil selvfinansiering sjældent være relevant ved nyttegning ved gældskonvertering. Kun i tilfælde, hvor gældskonverteringen suppleres med en betaling, vil der kunne være tale om selvfinansiering og i disse tilfælde vil vilkårene være som ved almindelig nyttegning. Samlet set må det konkluderes, at nyttegning er omfattet af forbuddet mod selvfinansiering, hvilket også er Erhvervs og Selskabsstyrelsens opfattelse af spørgsmålet. I sin udtalelse af 27. juni 1994<sup>28</sup>, fortolker Styrelsen selvfinansieringsforbuddet således, at nyttegning af aktier er omfattet af udtrykket ”stille midler til rådighed”.

Der findes to undtagelser til selvfinansieringsforbuddet. Den ene omhandler lån til medarbejderes erhvervelse af aktier i selskabet og findes i ASL § 115 a, stk. 3. Den anden undtager transaktioner, der finder sted som led i banker og pengeinstitutters løbende dispositioner og findes i ASL § 115 a, stk. 4. Undtagelserne vil ikke blive behandlet videre i denne afhandling, da ingen af dem er af særskilt betydning for kapitalfondene og disses virksomhedsoverdragelser.

Bestemmelsen indeholder i alt tre forbud.

- 1) Forbud mod at yde lån
- 2) Forbud mod at stille sikkerhed
- 3) Forbud mod at stille midler til rådighed

Forbuddene om at yde lån og stille sikkerhed har ikke givet de store fortolkningsmæssige problemer i praksis. Bestemmelsen omfatter generelt alle former for lån uanset valuta og om der er tale om et kort- eller langfristet lån. Størrelsen af lånet er som nævnt ligeegyldig, da der ingen de minimis begrænsning er. Det interessante, i forbindelse med om forbuddet er

---

<sup>28</sup> Erhvervs og Selskabsstyrelsens udtalelse af 27/6 1994, j.nr. 94-39.266. Udtalelsen er refereret i E. Werlauff (2006), side 293, E. Werlauff i U2006B.365, side 3 samt af Skjerbek (2007), side 54.

overtrådt, er, om formålet med lånet, uanset dettes art, er at finansiere erhvervelsen af aktier i selskabet eller dets moderselskab.

Både lån til leje og til eje er således omfattet af forbuddet. Lån til eje kendetegner et låneforhold, hvor det lånte overdrages til låntager med forpligtelse om, at en tilsvarende ydelse tilbageleveres. Pengelån er det mest almindelige eksempel herpå. Lån til brug er kendetegnet ved, at det lånte ikke overdrages, men derimod stadig tilhører långiveren. Låntager er forpligtet til at tilbagelevere netop den eller de udlånte genstande. Et eksempel herpå er f.eks. udlån af driftsmateriel. Det kan diskuteres, hvorvidt udlån af aktiver er omfattet af forbuddet, da denne type lån som hovedregel ikke er omfattet af forbuddet mod aktionærlån<sup>29</sup>, så længe udlånet sker i forbindelse med almindelige virksomhed og på markedsvilkår. I forbindelse med selvfinansiering kan et udlån af målselskabets aktiver dog også være omfattet af forbuddet, såfremt det bidrager til erhvervelsen af aktierne i selskabet.

Sikkerhedsstillelse omfatter alle former for retlig sikkerhed, herunder kaution, garantistillelse og pant stillet af selskabet selv, hvor sikkerhedsstillelsen bliver retligt bindende for selskabet. Hensigtserklæringer, såkaldte Letters of Intent er derfor som udgangspunkt ikke omfattet af forbuddet, men hvis indholdet reelt forpligter selskabet og dette blot maskeres ved, at dokumentet kaldes en hensigtserklæring vil det alligevel være omfattet.

Fortolkningen af forbuddet mod at stille selskabets midler til rådighed har vist sig mere problematisk, da formuleringen giver vide muligheder for fortolkning. Der er ikke stor tvivl om, at dispositioner foretaget på overdragelsestidspunktet vil være omfattet, men derimod om hvorvidt efterfølgende dispositioner også er omfattet og i så fald i hvilket omfang.

Den danske oversættelse af kapitaldirektivets<sup>30</sup> artikel 23(1), der indeholder selvfinansieringsforbuddet har følgende ordlyd:

*”1. Et selskab maa hverken stille midler til raadighed, yde laan eller stille sikkerhed med henblik paa tredjemands erhvervelse af dets aktier.”*

---

<sup>29</sup> Betænkning nr. 1498/2008, side 487-488, samt 496.

<sup>30</sup> Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde.

Den danske oversættelse af direktivteksten indeholder således den samme brede formulering ”Stille midler til rådighed” som er gengivet i ASL § 115, stk. 2. Ser man på de øvrige oversættelser af direktivet, herunder den engelske, franske, svenske og tyske, er det dog klart, at direktivbestemmelsen kun omfatter forskud. På dette punkt er den danske oversættelse mindre klar og giver indtryk af et bredere anvendelsesområde for forbuddet. På baggrund af de øvrige oversættelser er det dog tydeligt, at direktivets forbud kun omfatter forskud og i forlængelse heraf ikke efterfølgende dispositioner, som f.eks. udbetaling af udbytte, kapitalnedsættelse m.m. Således er formuleringen i de øvrige sproglige udgaver af direktivteksten omkring forbuddet mod at stille midler til rådighed bagudrettede. I den engelske udgave er formuleringen således: ”... *may not advance funds...*”, i den tyske: ”... *Vorschüsse geben...*”, franske ”... *ne peut avancer des fonds...*” og svenske: ”*får inte ge förskott*”.

Bestemmelserne i direktivet er dog kun minimumsbestemmelser, hvilket betyder, at Danmark skal implementere forbuddet i dansk ret, men har mulighed for at vedtage et mere vidtgående forbud. Spørgsmålet bliver da, hvorvidt meningen med ændringen af forbuddet i 1982 var at skærpe forbuddet ved at indsætte formuleringen ”stille midler til rådighed”, og derved skabe et bredere anvendelsesområde, eller om meningen med omformuleringen af forbuddet i 1982 blot var at bringe overensstemmelse mellem direktivet og det danske forbud, og om man således ønskede et forbud i overensstemmelse med direktivets.

Ændringsloven<sup>31</sup> der indførte ændringen af selvfinansieringsforbuddet, havde ifølge forarbejderne til formål at implementere de af 2. og 3. Selskabsretlige direktiver<sup>32</sup> medførte ændringer, og at stramme op på områder inden for selskabsretten, der havde vist sig problematiske og som krævede en opstramning<sup>33</sup>. Intet tyder på, at der har været sager eller debat, der har været udtryk for et særligt behov for at stramme op på forbuddet. Dette er der heller ikke noget særligt der tyder på i folketingets arbejde med ændringsloven, hvori ændringen af selvfinansieringsforbuddet ikke fylder ret meget og altså ikke har været

---

<sup>31</sup> Lov nr. 282 af 9. Juni 1982 om ændring af lov om aktieselskaber (L 119-2 1981-82).

<sup>32</sup> Rådets andet direktiv 77/91/EØF af 13. december 1976 om samordning af de garantier, der kræves i medlemsstaterne af de i artikel 58, stk. 2, i traktaten nævnte selskaber til beskyttelse af såvel selskabsdeltagernes som tredjemands interesser, for så vidt angår stiftelsen af aktieselskabet samt bevarelsen af og ændringer i dets kapital, med det formål at gøre disse garantier lige byrdefulde. Rådets tredje direktiv 78/855/EØF af 9. oktober 1978 med hjemmel i traktatens artikel 54, stk. 3, litra g), om fusioner af aktieselskaber.

<sup>33</sup> Ministerens fremsættelse af lovforslag L 119 2-81/82, FT 1981-82 Bind 2, 2. Samling, spalte 2317.

diskuteret særligt indgående, hvilket man ville forvente i tilfælde af at forbuddet skulle ændres på baggrund af sager der gav anledning til ændringer. Det virker mest som om, at der på dette punkt er tale om en standardændring begrundet i implementeringen af direktivet. På denne baggrund forekommer det sandsynligt, at man har valgt at holde sig til formuleringen i den danske direktivtest, uden at forholde sig mere kritisk til de øvrige oversættelser af direktivet.

Dette understøttes i første omgang af bemærkningerne til selve ændringen af selvfinansieringsforbuddet, hvor der står følgende om grunden til, at forbuddet omformuleres:

*”I bestemmelsens stk. 2 opretholdes forbuddet i AL § 115, stk. 4, dog således at formuleringen er ændret for at tilvejebringe overensstemmelse med direktivets art. 23, stk. 1.”<sup>34</sup>*

Der gives altså her indtryk af, at omformuleringen er sket som led i implementering af direktivet og ikke fordi man ønskede et bredere anvendelsesområde. Samtidig tyder formuleringen ”opretholdes forbuddet i AL § 115, stk. 4” på, at forbuddet ikke er væsentlig ændret eller dets anvendelses-område væsentligt udvidet ift. tidligere.

Ovenstående tyder altså på, at udtrykket ”stille midler til rådighed” bør fortolkes i overensstemmelse med det underliggende direktiv, hvilket vil betyde en snæver fortolkning af forbuddet, der således kun ville omfatte dispositioner forud og samtidig med erhvervelsen. Men forarbejderne modsiger herefter sig selv, da det i forlængelse af ovenstående bemærkes, at:

*”I den foreslåede form omfatter bestemmelsens forbud enhver finansiering af køb af aktier eller anparter.”<sup>35</sup>*

Dette giver i modsætning til den første udtalelse om, at man forsøger at skabe overensstemmelse med det underliggende direktiv, det indtryk at forbuddet omfatter alle dispositioner, der har til formål at finansiere erhvervelsen af aktier eller anparter uanset om dispositionen er sket forud for erhvervelsen eller efterfølgende.

---

<sup>34</sup> Bemærkningerne til det fremsatte lovforslag L 119-2 81-82, § 1, nr. 59. FT 1981-82, Tillæg A, Bind 3, 2. Samling, spalte 2884.

<sup>35</sup> Bemærkningerne til det fremsatte lovforslag L 119-2 81-82, § 1, nr. 59. FT 1981-82, Tillæg A, Bind 3, 2. Samling, spalte 2884.

Dette har givet anledning til stor diskussion i litteraturen. Omdrejningspunktet i denne debat har primært været udstrækningen af forbuddets anvendelsesområde, herunder hvilket udsagn der skulle tillægges størst vægt. Der er således blevet argumenteret for, at forbuddet i nogen grad ville kunne finde anvendelse på efterfølgende dispositioner, såfremt det kunne påvises, at formålet med dispositionen var at anvende målselskabets midler til at afdrage på gæld optaget til erhvervelsen af aktierne såfremt dispositionen var planlagt ved erhvervelsen<sup>36</sup>. I modsætning hertil er det, særligt af Erik Werlauff blevet fremført, at efterfølgende dispositioner, uanset hvorvidt disse var planlagt eller ej, ikke kunne omfattes af forbuddet, såfremt dispositionen sker i overensstemmelse med reglerne i selskabslovene, og derved opfylder de krav der er omkring kreditorbeskyttelse og beskyttelse af minoritetsaktionærer. Han mener ikke at en lovlig efterfølgende disposition kan blive ulovlig som følge af selvfinansieringsforbuddet. Dette vil blive nærmere behandlet nedenfor i afsnit 3.2.3 om efterfinansiering som lovligt alternativ.

I Vestre landsrets dom af 6. Maj 1999<sup>37</sup> lagde retten på baggrund af forarbejderne til ASL § 115, stk. 2, til grund, at selvfinansieringsforbuddet, skal fortolkes i overensstemmelse med forbuddet i direktivet. Landsretten argumenterede for, at udtrykket ”stille midler til rådighed” sprogligt omfatter alle dispositioner, herunder også efterfølgende dispositioner som f.eks. lovlige selskabsretlige udbytter eller koncernlån. Men slår fast, at der vil være tale om en meget vidtgående fortolkning af forbuddet, såfremt alle efterfølgende dispositioner omfattes af forbuddet. Det afgørende er således ifølge landsretten om der i opkøbs- eller salgsøjeblikket er ydet lån, stillet sikkerhed eller midler til rådighed til gennemførelse af handelen. Er sådanne forhold til stede vil der være tale om dispositioner, der falder inden for forbuddets kerneområde.

Herved udelukker landsretten dog ikke, at der kan være tilfælde, hvor også efterfølgende dispositioner kan være omfattet. Da der tales om et klart defineret kerneområde og dermed også anerkendes, at der kan være en gråzone, hvor formålet med dispositionen skal tages i betragtning og vurderes individuelt fra sag til sag.

---

<sup>36</sup> Se f.eks. Jan Schans Christensen (1991), side 249.

<sup>37</sup> Vestre Landsrets Dom af 6. Maj 1999. U1999.1429V og TfK1999.10



Landsretten afviser dog den meget brede fortolkning af forbuddet og lægger vægt på, at den danske bestemmelse i ASL § 115, stk. 2, skal fortolkes i overensstemmelse med det underliggende direktiv.

At selvfinansieringsforbuddet skal fortolkes snævert i overensstemmelse med det underliggende direktiv, der altså kun angår dispositioner forud eller samtidig med erhvervelsen bakkes stort set op af Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis på området. De udtaler således i flere sager, at efterfølgende finansiering i form af kapitalnedsættelser og udbytteudbetalinger er i orden, såfremt det sker efter de gældende kapitalbeskyttelsesregler. Erhvervs- og Selskabsstyrelsens udtalelser vil blive nærmere behandlet i afsnittet nedenfor om lovlig efterfinansiering.

I sin udtalelse af 2. februar 2001<sup>38</sup>, udtaler styrelsen følgende:

*”Når det skal vurderes om en transaktion er i strid med Aktieselskabslovens § 115, stk. 2 vejer aktie-erhververs hensigter på erhvervelsestidspunktet tungt”*

Styrelsen afviser således ikke, at efterfølgende finansiering under visse omstændigheder vil kunne være omfattet. Som det vil fremgå i afsnittet nedenfor om lovlig efterfinansiering, har styrelsen dog gennem sine udtalelser opstillet nogle retningslinjer for efterfølgende dispositioner, der når de opfyldes sikrer, at selvfinansieringsforbuddet ikke er overtrådt i forbindelse med sådanne dispositioner.

### **3.2.3 Efterfinansiering som lovligt alternativ**

Formålet med selvfinansieringsforbuddet er som nævnt at sikre, at målselskabets kapitalgrundlag ikke udhules ved, at målselskabet selv finansierer sin egen overtagelse på bekostning af kreditorer og minoritetsaktionærer. Dette er i modstrid med, at der i praksis altid i en eller anden forstand vil være en forventning om, at målselskabets midler selv anvendes til finansieringen<sup>39</sup>. Hos erhververen vil der næsten altid være en forventning om, at investeringen skal tjene sig selv hjem og gerne generere et overskud. Det forventes med andre ord, at erhververen kan få flere penge ud af investeringen end han lagde til at starte med. Dette kan ske gennem indtjeningen og udbyttebetalinger eller evt. ved et senere

<sup>38</sup> Udtalelsen er refereret i Skjerbek (2007), side 93.

<sup>39</sup> Se herom Werlauff i U2006B.365, side 1 og Skjerbek (2009), side 95.

videresalg. Erhververen vil have forrentet sin investerede kapital på den ene eller anden måde.

Ovenstående betyder, at målselskabet næsten altid kommer til at finansiere sin egen overtagelse i én eller anden forstand. Ved de store lånefinansierede overtagelser, som kendetegner kapitalfondene, sker dette gennem debt push down<sup>40</sup> og store udbyttebetalinger, der sikrer kapitalfondene et afkast på deres investering, som beskrevet i kapitel 2. Det har på denne baggrund været diskuteret i litteraturen, retspraksis og Erhvervs- og Selskabsstyrelsens praksis, hvorvidt sådanne store og evt. planlagte udbytteudbetalinger efter overtagelsen har skullet omfattes af forbuddet i ASL § 115, stk. 2.

Særligt spørgsmålet om, hvordan sætningen ”stille midler til rådighed” skal fortolkes, har som beskrevet ovenfor skabt anledning til en række problemer i denne forbindelse. Ordlyden af bestemmelsen er bred og lyder, at der ikke må stilles midler til rådighed i forbindelse med erhvervelsen. Spørgsmålet er da, hvor bredt formuleringen *i forbindelse med* skal tolkes. Er der tale om midler der stilles til rådighed ved selve finansieringen af opkøbet eller omfatter forbuddet også midler der efter opkøbet stilles til rådighed og anvendes til at betale af på de lån der blev optaget til opkøbet.

Vestre landsret slog som nævnt ovenfor fast, at forbuddet skulle fortolkes i overensstemmelse med EU-retten og ordlyden af selvfinansieringsforbuddet i 2. Selskabsdirektiv<sup>41</sup>. Og fandt herudover, at der ville være tale om en meget vidtgående fortolkning af forbuddet såfremt det skulle gælde alle efterfølgende dispositioner. Dommen slog herved fast, at forbuddet i dansk ret skal fortolkes indskrænkende, og at kerneområdet for anvendelsen vil være dispositioner der gennemføres forud for erhvervelsen af aktier. Dommen udelukker dog som tidligere nævnt ikke, at også efterfølgende dispositioner i visse tilfælde vil kunne være omfattet af bestemmelsen, såfremt formålet hermed ubestrideligt er at finansiere erhvervelsen af aktier i selskabet. Det gråzoneområde, der herved åbnes op for, er omdrejningspunktet for dette afsnit, der vil forsøge at belyse, hvornår efterfølgende dispositioner vil være omfattet af forbuddet, samt hvilke efterfølgende dispositioner, der vil kunne gennemføres uden at stride imod selvfinansierings-forbuddet.

---

<sup>40</sup> Se nærmere herom beskrivelsen i denne afhandlingens kapitel 2.

<sup>41</sup> UfR1999.1429V, som beskrevet ovenfor.

Der er flere problemer forbundet med en antagelse om, at forbuddet også kan omfatte ellers lovlige udbytteudbetalinger, såfremt formålet hermed er at finansiere aktieerhvervelsen. For det første vil der skulle foretages en individuel vurdering og formålsfortolkning i hvert enkelt tilfælde, hvilket højst sandsynligt vil føre til stor usikkerhed om retsstillingen på området. Retsstillingen ville være præget af usikkerhed for, hvornår det er tilladt at udlodde udbytte og i mange tilfælde ville det ikke kunne bevises, hvorvidt der var tale om efterfølgende finansiering eller almindelige forretningsmæssige dispositioner.

Herudover bør selve formålet med selvfinansieringsforbuddet overvejes i forhold til anvendelsen på efterfølgende finansiering. Som nævnt ovenfor er formålet at beskytte selskabets kapitalgrundlag, således, at eksisterende kreditorer og aktionærer i selskabets interesser varetages. Foretages der efterfinansiering gennem udbetaling af f.eks. udbytte, som det ses ved debt push down i forbindelse med kapitalfondsopkøb, vil udbytteudbetalingen skulle overholde ASL's kapitalbeskyttelsesregler i ASL §§ 109-113. Herunder bestemmelsen om, at udbyttebetalingen kun må ske af selskabets frie reserver, jf. ASL § 110.

Der kan således argumenteres for, at der, i de tilfælde hvor midlerne definitivt forlader målselskabet, reelt ikke er noget behov for, at selvfinansieringsforbuddet også skulle finde anvendelse på efterfølgende former for finansiering af målselskabet, da kreditorer og aktionærer i disse tilfælde beskyttes af aktieselskabslovens kapitalbeskyttelsesregler.<sup>42</sup>

Professor dr.jur. Erik Werlauff har gentagne gange behandlet ovenstående problematik, og mener, at ASL's regler om udbytte, fusion, kapitalnedsættelse og likvidation må betragtes som værende *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2, fordi kapitalbeskyttelsesreglerne yder særskilt beskyttelse i forhold til de enkelte dispositioner. Werlauff skriver således: ”Transaktioner af den beskyttede kategori er *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet, mens det omvendte er tilfældet med transaktioner af den ubeskyttede kategori”<sup>43</sup>.

Erik Werlauff påpeger i denne forbindelse, at i tilfælde hvor to regelsæt strider mod hinanden, vil det være naturligt, at det regelsæt der opstiller nuancerede krav til

---

<sup>42</sup> ASL kap. 13 om udbytter, kap. 7 om nedsættelse af aktiekapitalen, § 117 om likvidation og §§ 134-134 n om fusion indeholder alle bestemmelser, der har det sigte at beskytte kreditorer og aktionærer.

<sup>43</sup> U.2006B.365, side 3.

transaktionen for at den er lovlig vil have forrang for en bredere og mere kategorisk regel som f.eks. selvfinansieringsforbuddet.

Selvfinansieringsforbuddet omhandler dispositioner, hvor selskabet yder lån, stiller sikkerhed eller midler til rådighed. Alle dispositionerne er kendetegnet ved, at ydelsen fra selskabet forbliver selskabets ejendom. Ved udbetaling af udbytte, likvidationsprovenu m.m. er der tale om en definitiv udlodning til aktionæren af selskabets midler. I disse tilfælde bliver ydelsen fra selskabet således aktionærens ejendom.

Werlauff mener derfor ikke, at det kan siges, at selskabet stiller midler til rådighed, såfremt det, uden at dette strider imod andre bestemmelser, kan udlodde selskabets midler definitivt til aktionæren<sup>44</sup>.

I sagen angående overtagelsen af Digidan A/S ved Østre Landsretsdom af 17. juni 2004<sup>45</sup>, hvor købesummen skulle betales i rater, der skulle erlægges samtidig med på forhånd planlagte udbyttebetalinger. Sagsøgte gjorde gældende, at udbytteudlodningerne var lovlige under henvisning til argumenterne i Erik Werlauffs artikel om lovlig efterfinansiering i UfR 2001 B, s. 381. Landsretten fandt, at der ikke var tale om en efterfølgende finansiering, da der var samtidighed med betalingen af raterne og udbyttebetalingerne<sup>46</sup>. Udbytteudbetalingerne ansås derimod som værende stridende mod selvfinansieringsforbuddet.

Dommen er senere blevet stærkt kritiseret af Erik Werlauff for at misforstå begrebet og argumentationen for lovlig efterfinansiering som gennemgået i den nævnte artikel<sup>47</sup>. I det af Werlauff opstillede begreb, er tidselementet ikke afgørende for efterfinansiering, men derimod om udbetalingen sker efter særlige kapitalbeskyttelsesregler, hvilket var tilfældet i Digidan-sagen. Werlauff mener således, at dommen er forkert og ikke kan anses som værende udtryk for gældende ret. Han fremhæver således i en senere artikel om samme emne<sup>48</sup>:

---

<sup>44</sup> Erik Werlauff, U.2006B.365, side 2.

<sup>45</sup> Østre Landsrets dom af 17. juni 2004, J.nr. B-1398-98, Digidan Aps, SKM.2005.342.ØLROE, TfS 2004, 6230E

<sup>46</sup> Østre Landsrets dom af 17. Juni 2004, SKM2005.342.ØLROE, Landsrettens Bemærkninger, side 10.

<sup>47</sup> Erik Werlauff, U.2006B.365, side 2., Werlauff (2006), side 290, PSM&EW (2008), side 597.

<sup>48</sup> Erik Werlauff, U.2006B.365

*”Et i øvrigt lovligt udbytte bliver ikke ulovligt af, at aktionæren skal bruge det til at betale af på købesummen for aktierne, uanset om betalingen skal ske på et banklån eller direkte til en aktiesælger.”<sup>49</sup>*

Erik Werlauffs holdninger omkring lovlig efterfinansiering af aktieerhvervelser, samt hans fortolkning af det indbyrdes forhold mellem selvfinansieringsforbuddet og reglerne om udlodninger af selskabets kapital, har stort set mødt opbakning fra en række udtalelser fra Erhvervs- og Selskabsstyrelsen<sup>50</sup>.

Styrelsen har således i deres udtalelse af 22. maj 2001<sup>51</sup> om planlagte udbytteudbetalinger, opstillet en række kriterier, der skal overholdes for, at der kan ske lovlig efterfinansiering. Styrelsens opfattelse er således, at et udbytte ikke vil stride mod selvfinansieringsforbuddet, såfremt følgende kriterier er opfyldt:

- A) Hverken målselskabet eller dets datterselskaber må yde lån, hvor midlerne direkte eller indirekte anvendes til finansieringen af aktiekøbet.
- B) Målselskabet eller dets datterselskaber må heller ikke direkte eller indirekte hæfte for holdingselskabets forpligtelser over for banken eller andre, der medvirker til finansieringen af overtagelsen.
- C) Målselskabet må ikke garantere fremtidige udbyttebetalinger.
- D) Udbyttet må først udbetales, efter at det er vedtaget på en ordinær generalforsamling.
- E) Udbyttet må ikke overstige, hvad der er forsvarligt efter ASL § 110, stk. 2, og § 112.
- F) Bestyrelsen i målselskabet skal påse, at kapitalberedskabet i målselskabet til hver en tid er forsvarligt, jf. ASL § 54, stk. 3, 1. Pkt.
- G) Bestyrelsen i holdingselskabet skal ligeledes påse, at kapitalberedskabet i dette selskab til enhver tid er forsvarligt, og holdingselskabet skal derfor udarbejde alternative planer f.eks. for den situation, at målselskabet alligevel ikke kan udbetale det planlagte udbytte.

---

<sup>49</sup> Erik Werlauff, U.2006B.365, side 2.

<sup>50</sup> På området for fusion er der dog uoverensstemmelser, hvilket vil blive behandlet senere i dette kapitel.

<sup>51</sup> J.nr. 01-119.393. Sagen omhandlede et holdingselskabs overtagelse af et målselskab med en soliditetsgrad på over 75 % og med uudnyttede kreditfaciliteter. Holdingselskabet disponerede ikke over tilstrækkelig kapital til at erhverve målselskabet uden at der i denne forbindelse skete en omlægning af målselskabets kapitalstruktur. Holdingselskabet ønskede derfor at udbetale et betydeligt udbytte efter erhvervelsen af målselskabet til at dække en del af den optagede gæld. Udtalelsen er refereret i P. Schaumburg-Müller & E. Werlauff (2008), side 598, E. Werlauff (2006), side 290-291, Skjerve (2007), side 100 og af M. Illum og B. Krogh Andersen i Erhvervsjuridisk Tidsskrift 1/2007, side 8.

Kriterierne afspejler i sig selv blot indholdet af en række bestemmelser i ASL, og er derfor i sig selv ikke noget nyt, men Erhvervs- og Selskabsstyrelsens anvendelse heraf i sin udtalelse understreger den fortolkning, at kapitalbeskyttelsesreglerne, herunder bestemmelserne om udbytte og kapitalnedsættelse har forrang for selvfinansieringsforbuddet og altså, at et lovligt udbetalt udbytte ikke bliver ulovligt af, at det står i forbindelse med og i sin forstand medvirker til finansieringen af en aktieovertagelse.

I 2006 slog Højesteret endeligt fast, at i hvert fald udbytter kan anvendes til finansiering af aktieerhvervelsen, uden at dette vil stride imod selvfinansieringsforbuddet<sup>52</sup>.

Sagen omhandlede EIC Shipping Holding A/S' erhvervelse af aktierne i Procuritas A/S, der efterfølgende blev delvist finansieret ved en udlodning af et planlagt udbytte på 42,2 mio. kr. I den forbindelse udtalte Højesteret 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 slog herved fast, at selv planlagte udbytteudlodninger, hvis formål er at finansiere erhvervelsen, ikke kan anses som stridende mod selvfinansieringsforbuddet.

Der er således ikke længere tvivl om, at efterfinansiering kan ske lovligt gennem udbytteudbetalinger, der sker efter reglerne herom i ASL. Højesterets dom omhandler dog kun udbetaling af udbytter og ikke de øvrige regler i ASL om kapitalafgang, og det er derfor ikke definitivt afgjort, hvorvidt disse regler ligeledes vil have status af *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet. Dog må det ud fra Højesterets udtalelse ovenfor og afgørelsen i dens helhed forventes, at en planlagt efterfinansiering, der sker af selskabets frie midler og udloddes i overensstemmelse med tilsvarende kapitalbeskyttelsesregler, som de der gælder for udbytter, ikke vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet.

---

<sup>52</sup> Højesterets Dom af 7. oktober 2005 i sagerne 229/2004 og 305/2004. Dommen er offentliggjort i Ugeskrift for Retsvæsen, U2006.145H.

Dette vil i så fald også være tilfældet, hvad angår efterfinansiering gennem likvidation og kapitalnedsættelse, da der findes tilsvarende regler herfor<sup>53</sup>, der tilsigter at beskytte selskabets kapitalgrundlag og derigennem også kreditorer og øvrige aktionærers interesser.

Umiddelbart ville den samme formodning om, at kreditorerne gennem ASL's regler var tilstrækkeligt sikret, også gælde ved efterfølgende fusion<sup>54</sup> af det erhvervende selskab og målselskabet, der er dog stadig tvivl på dette område, da Erhvervs- og Selskabsstyrelsen praksis viser, at deres fortolkning af reglerne er, at en efterfølgende fusion kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet. Og da dette konkrete spørgsmål ikke er afgjort ved domstolene er retstilstanden usikker.

I en anonymiseret udtalelse<sup>55</sup> fra styrelsen ønskede en køber efter erhvervelsen at foretage en omvendt lodret fusion med målselskabet som det fortsættende selskab og holdingselskabet som det ophørende. Fusionen skulle ske efter reglerne i ALS og levede således op til de krav om beskyttelse af selskabernes kreditorer, som fremgår heraf. Styrelsen udtalte, at den pågældende fusion ikke ville kunne registreres med henvisning til selvfinansieringsforbuddet, idet den vurderede, at målselskabets midler blev stillet til rådighed til fordel for långiveren i holdingselskabet. Den samme begrundelse anvendte styrelsen i en lignende anonymiseret sag<sup>56</sup> fra februar 2001, hvor registrering ligeledes blev afvist. Styrelsen foretog en beregning af de beløb målselskabet lovligt kunne udlodde og foretage kapitalnedsættelse med og fandt frem til, at fusionen muliggjorde en yderligere gældssætning på 40 mio. kr. i forhold til dette.

I en anden anonymiseret udtalelse fra efteråret 2006<sup>57</sup> angående fusion henviser styrelsen til sin tidligere praksis og påpeger at ”... også en efterfølgende disposition vil kunne være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, uanset at der for eksempel er tale om en fusion, der sker i overensstemmelse med selskabslovgivningens regler herom.” Dette er særligt interessant, fordi Højesteret allerede på daværende tidspunkt havde afsagt dom i sagen om planlagte udbytteudlodninger som efterfølgende finansiering og slået fast, at dette ikke

---

<sup>53</sup> ASL kap. 7 (kapitalnedsættelse) og kap. 14 (likvidation).

<sup>54</sup> ASL kap. 15 (fusion).

<sup>55</sup> Refereret i Lars Bunch, Ida Rosenberg og Lone Sneholt (2007), s. 575-576. Udtalelsen er ligeledes omtalt Illum og Krogh i Erhvervsjuridisk Tidsskrift 1/2007, side 10.

<sup>56</sup> Refereret af Illum og Krogh i Erhvervsjuridisk Tidsskrift 1/2007, side 10.

<sup>57</sup> Refereret i Lars Bunch, Ida Rosenberg og Lone Sneholt (2007), s. 576-578. Udtalelsen er ligeledes omtalt i P. Schaumburg-Müller & E. Werlauff (2008), side 599,

strider imod ASL § 115, stk. 2. Styrelsen må altså have vurderet, at denne afgørelse ikke har indflydelse på retstillingen, når der er tale om fusioner som gennemføres med det formål efterfølgende at finansiere erhvervelsen. I udtalelsen siger styrelsen i forlængelse af ovenstående, at en fusion ikke vil stride imod selvfinansieringsforbuddet, såfremt den kan anses for nødvendig af hensyn til forretningsmæssige forhold. Styrelsen slår også fast, at en mere liberal fortolkning ved fusioner ville betyde at selvfinansieringsforbuddet i praksis ville blive illusorisk.

Fortolkes reglerne efter Styrelsen opfattelse, vil der være en gråzone, hvor det vil være usikkert, hvorvidt fusionen og erhvervelsen kan kædes sammen og det derfor kan konkluderes, at fusionen skete som led i finansieringen af erhvervelsen af målselskabet. Jo længere tid der går fra erhvervelsen til fusionen desto mindre vil sandsynligheden også være for, at Styrelsen vil betragte fusionen som værende en del af finansieringsplanen og derved i strid med selvfinansierings-forbuddet.

En anden efterfølgende disposition, der kan indeholde selvfinansierende elementer, er i de tilfælde, hvor det erhvervende selskab efter erhvervelsen ønsker at benytte sig af bestemmelsen i ASL § 115 a om lovlige koncernlån, og med hjemmel i denne bestemmelse optage lån i sit nyerhvervede datterselskab.

På dette område hersker der enighed blandt både teoretikere og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen om at koncernlån er omfattet af forbuddet, dette skyldes, at bestemmelsen undtager ASL § 115, stk. 1, men ikke stk. 2, i tilfælde hvor der ydes lån til eller stilles sikkerhed for et moderselskab. Dette betyder modsætningsvis, at sådanne dispositioner ikke tillades, når de sker med finansiering af erhvervelsen for øje. Det fremgår således af selve ordlyden af ASL § 115 a, stk. 1 om lovlige koncernlån, at forbuddet mod selvfinansiering gælder forud herfor. Man kan således sige, at selvfinansieringsforbuddet her har forrang. Dette kan ligeledes begrundes med, at der i bestemmelsen om koncernlån mellem datter- og moderselskaber ikke er den samme beskyttelse af kreditorerne, som det ses ved de øvrige kapitalbeskyttelsesregler, hvor midlerne forsvinder definitivt ud af selskabet. Som refereret fra Werlauff's artikel tidligere er hans opfattelse, at *"Transaktioner af den beskyttede kategori er lex specialis i forhold til selvfinansieringsforbuddet, mens det omvendte er*



*tilfældet med transaktioner af den ubeskyttede kategori*<sup>58</sup>. Dette er således tilfældet, når det kommer til koncernlån fra datter- til moderselskab. Det er derfor nødvendigt at foretage en konkret bedømmelse i hver enkelt sag for at afgøre, hvorvidt koncernlånet bidrager til at finansiere erhvervelsen af datterselskabet.

### **3.3 Den nye selskabslovs betydning for selvfinansiering og anvendelsen heraf.**

Ændringen af kapitaldirektivet<sup>59</sup> i 2006<sup>60</sup> åbnede op for, at selvfinansiering kunne tillades under visse fastsatte betingelser. Det er denne mulighed der nu benyttes af Danmark, hvor den nye selskabslov<sup>61</sup> giver mulighed for, at et selskab kan være med til at finansiere sin egen erhvervelse såfremt en række betingelser overholdes.

Den nye lov er resultatet af en gennemgående reform af selskabsretten. En reform der samler anparts- og aktieselskabsret i én og samme lov.

Økonomi- og Erhvervsministeriet nedsatte i oktober 2006 et udvalg med det formål at foretage en modernisering af den danske selskabsret. Regeringens ønske var en enkel, klar og effektiv erhvervslovgivning, der skulle give virksomhederne gode vilkår og derved sikre dansk erhvervslivs konkurrencedygtighed. Således skulle reglerne være lette for erhvervslivet at efterleve og administrere, samt følge den teknologiske og internationale udvikling. Regeringen ønskede i denne forbindelse, at overimplementering af EU direktiverne skulle høre til undtagelsen<sup>62</sup>.

Resultatet blev én samlet lov for aktie- og anpartsselskaber på 375 paragraffer, hvilket umiddelbart synes voldsomt for en lov, hvis formål var at forenkle selskabslovgivningen. Lovens opbygning er forsøgt overskueliggjort ved at hvert kapitel indledningsvist indeholder de bestemmelser der finder anvendelse på begge selskabstyper, hvorefter de bestemmelser der gælder specielt for enten aktie- eller anpartsselskaber findes til sidst i hvert enkelt kapitel.

---

<sup>58</sup> E. Werlauff i U.2006B.365, side 3.

<sup>59</sup> 2. Selskabsdirektiv 77/91/EØF

<sup>60</sup> Ændret ved direktiv 2006/68/EF af 6/12 2006 (Med gennemførelsesfrist den 15/4 2008)

<sup>61</sup> Lov nr. 470 om aktie- og anpartsselskaber (Selskabsloven). Lovforslag L 170 08/09 af 29/5 2009.

<sup>62</sup> Betænkning nr. 1498/2008 om modernisering af selskabsretten, side 15-16.

Loven er delvist ikrafttrådt den 1. marts 2010<sup>63</sup>. For bestemmelserne angående selvfinansiering gælder der fra denne dato en række overgangsregler, der viderefører forbuddet kun undtaget medarbejdere og realkreditinstitutter. Altså videreføres det tidligere forbud en tid endnu. Overgangsreglerne vil ikke nærmere blive behandlet her, da de i sagens forstand er midlertidige og derfor ikke vil få betydning på sigt. Hvornår de øvrige regler træder i kraft er endnu usikkert<sup>64</sup>.

### **3.3.1 Ophævelse af absolut forbud mod selvfinansiering under visse betingelser**

I den nye selskabslov er der indført væsentlige ændringer for finansiering af erhvervelse af et selskabs aktier gennem dets egne midler.

Hvor bestemmelsen om selvfinansiering tidligere var en del af kapitel 13 (§§ 109-115 a) om ”Udbyttedeling og reservefonds” og var en del af bestemmelsen om aktionærlån, har reglerne om udlåning af selskabets midler i den nye lov fået deres eget kapitel. Reglerne findes i selskabslovens kapitel 13 (§§ 206-215) om ”Økonomisk bistand med selskabets egne midler”. §§ 206-209 omhandler alene selvfinansiering, mens de øvrige bestemmelser omhandler aktionærlån og koncernlån.

I den nye selskabslov er selvfinansieringsforbuddet som udgangspunkt opretholdt i SEL § 206, stk. 1, og formuleret således:

*”Et kapitalsselskab må ikke direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab, jf. dog stk. 2 og §§ 213 og 214.”*

Der eksisterer altså fortsat et forbud mod selvfinansiering i dansk ret, der dog tillades jf. § 206, stk. 2, såfremt betingelserne i bestemmelsens stk. 3 og §§ 207-209 overholdes. Ligeledes videreføres de to undtagelser angående medarbejdere og realkreditinstitutter fra den tidligere selskabslovgivning. De to undtagelser findes fremover i SL §§ 213 og 214.

---

<sup>63</sup> Økonomi- og Erhvervsministeren har i medfør af SL § 372 sat dele af loven i kraft ved bekendtgørelse nr. 172 af 22. februar 2010 med virkning fra 1. marts 2010. Bekendtgørelsen ophæver den tidligere aktieselskabslov med virkning fra 1. marts 2010, jf. § 53, og fastsætter overgangsbestemmelser for lovens øvrige områder, jf. § 1, stk. 3.

<sup>64</sup> Erhvervs- og Selskabsstyrelsen oplyser på deres hjemmeside, [www.eogs.dk](http://www.eogs.dk), at lovens øvrige bestemmelser vil træde i kraft i flere faser, efterhånden som IT-systemet bliver klar til at håndtere ændringerne i regelsættet.

Forbuddets ordlyd er i den nye lov stort set som tidligere, dog er der sket et par enkelte finpudsninger, f.eks. er tilføjet at forbuddet omfatter både direkte og indirekte finansiering, hvilket også tidligere må formodes at være tilfældet, men nu er skrevet ind i lovteksten. Herudover er der med den nye selskabslovs § 211, stk. 2, blevet åbnet op for, at Erhvervs og Selskabsstyrelsen kan ændre definitionen af moderselskabsbegrebet, således at flere udenlandske moderselskaber vil være omfattet. Baggrunden herfor er et ønske fra Betænkingsudvalget<sup>65</sup> herom. Udvalget foreslår, at praksis udvides til også at gælde moderselskaber beliggende i lande der i OECD's landerisikoklassifikation er klassificeret i kategorien 0, der er udtryk for den laveste risiko<sup>66</sup>. Beslutningen om en ændring af praksis er overladt til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen jf. SL § 211, stk. 2, sammenholdt med bemærkningerne til loven<sup>67</sup>. Styrelsen har, siden den delvise ikrafttræden af selskabsloven, bekendtgjort<sup>68</sup>, at reglerne om økonomisk bistand fremover vil finde anvendelse på danske moderselskaber og moderselskaber hjemmehørende i EU, EØS, eller i lande, der er omfattet af OECD's klassifikation 0 og 1, dvs. blandt andet japanske og amerikanske moderselskaber. Forbuddet gælder fortsat kun selskaber svarende til danske aktie- og anpartsselskaber.

De nye regler udgør en markant ændring i og med, at selvfinansiering tillades under visse betingelser. Reelt er der herved tale om en ophævelse af det tidligere forbud, dog under en række betingelser, der skal sikre kreditorers og aktionærers interesser. I denne forbindelse vurderede udvalget<sup>69</sup>, at et totalt forbud ikke var nødvendigt for at opnå den nødvendige beskyttelse.<sup>70</sup>

Betingelserne for selvfinansiering er således følgende:

- 1) Der skal foretages en kreditvurdering af den kreds der modtager økonomisk bistand fra selskabet, jf. SL § 206, stk. 3.

---

<sup>65</sup> Udvalget til modernisering af selskabsretten. Nedsat af Økonomi- og Erhvervsministeriet i Oktober 2006.

<sup>66</sup> Betænkning 1498/2008 om Modernisering af selskabsretten, side 505.

<sup>67</sup> Lovforslag L 170 08/09, Bemærkningerne til §§210 og 211.

<sup>68</sup> Bekendtgørelse nr. 275 af 2. Marts 2010, samt Erhvervs- og selskabsstyrelsen "Notat om første fase af selskabslovens ikrafttræden", [www.eogs.dk](http://www.eogs.dk)

<sup>69</sup> Udvalget til Modernisering af Selskabsretten, Nedsat af Økonomi- og Erhvervsministeren i oktober 2006.

<sup>70</sup> Betænkning nr. 1498/2008 om Modernisering af selskabsretten, side 519.

- 2) Selskabets centrale ledelsesorgan<sup>71</sup> skal udarbejde en skriftlig redegørelse om transaktionen til aktionærene på Generalforsamlingen. Den skriftlige redegørelse skal omhandle baggrunden for forslaget om økonomisk bistand, selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition, de betingelser der er knyttet til gennemførelse, en vurdering af de konsekvenser som dispositionen måtte få for selskabets likviditet og solvens, samt den pris som tredjemand skal betale for aktierne, jf. SL § 207, stk. 1, nr. 1-5.
- 3) Generalforsamlingen skal, på baggrund af den skriftlige redegørelse, forudgående godkende dispositionen, jf. SL § 207, stk. 1. Af SL § 207, stk. 2, fremgår det, at afgørelsen skal træffes med 2/3 af de afgivne stemmer, samt 2/3 af den repræsenterede, stemmeberettigede kapital, som det også er tilfældet ved vedtægtsændringer, jf. SL § 106.
- 4) Redegørelsen skal offentliggøres i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens IT-system eller være modtaget i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen med henblik på offentliggørelse senest to uger efter godkendelsen på generalforsamlingen, jf. SL § 207, stk. 3.
- 5) Den økonomiske bistand til aktieopkøbet skal være forsvarlig, under hensyn til selskabet og evt. koncernens økonomiske stilling, hvis der er tale om et moderselskab, jf. SL § 208. Den økonomiske bistand må således ikke udgøre et højere beløb, end hvad der kan udloddes ved udbytte, jf. SL § 180, hvilket vil sige selskabets frie reserver.
- 6) Ydelsen af den økonomiske bistand skal ske på sædvanlige markedsvilkår, jf. SL § 209.

Betingelserne er indsat for at sikre kreditorer og aktionærens interesser i målselskabet. Det er herigennem sikret, at dispositionen sker på et oplyst grundlag, samt at dispositionen er økonomisk forsvarlig. Man kan argumentere for, at der i princippet sker en dobbelt sikring af selskabets økonomi i dét der både foretages en kreditvurdering af erhververen, samt at dispositionen er begrænset til selskabets frie reserver. Nogle vil finde begrænsningen til de frie reserver overflødig idet omfang der er rimelig sikkerhed for, at erhververen vil være i stand til at tilbagebetale lånet. Betingelsen om at kun frie midler kan anvendes hindrer dog,

---

<sup>71</sup> Bestyrelsen eller direktionen, jf. SL § 5, nr. 4, afhængigt af hvilken ledelsesstruktur selskabet har valgt jf. SL § 111, stk. 1.

at selskaber helt kan tømmes som man så det i forbindelse med selskabstømmersagerne<sup>72</sup>, og det skal bemærkes, at erhververens situation i lånets løbetid hurtigt kan forandres, særligt i de tilfælde, hvor erhververen er et til formålet oprettet holdingselskab, som det ofte ses ved kapitalfondsopkøb. Kreditvurderingen kan således forældes i lånets løbetid.

I forlængelse af ovenstående melder der sig endnu et spørgsmål angående, hvor omfattende nævnte kreditvurdering skal være. Af lovens forarbejder til SL § 206, stk. 3, fremgår det, at det er op til det centrale ledelsesorgan at vurdere, hvor omfattende kreditvurderingen bør være, og om der er behov for ekstern rådgivning i denne forbindelse. Formålet med kreditvurderingen er at afdække om det økonomiske grundlag for transaktionen er forsvarligt, og om erhververen også ville kunne få bevilget lånet hos en ekstern kreditor<sup>73</sup>. Der påhviler ledelsen det sædvanlige ledelsesansvar i medfør af SL's kapitel 23, hvilket vil sige almindeligt culpaansvar og ikke et objektivt ansvar. Ledelsen vil således kunne ifalde ansvar, såfremt de har handlet groft uagtsomt eller forsætligt har handlet imod selskabet og aktionærernes interesser i deres beslutning om at yde økonomisk bistand af selskabets midler.

Ud over de opstillede betingelser angående begrænsningen til de frie midler og kravet om en kreditvurdering, beskyttes selskabet også som supplement hertil af de generelle beskyttelsesregler i generalklausulen i SL § 108 og § 127, angående dispositioner og beslutninger der skaffer nogle kapitalejere en utilbørlig fordel på bekostning af andre aktionærers, og ligeretsgrundsætningen i SL § 45.

Den skriftlige redegørelse der skal udarbejdes af det centrale ledelsesorgan, jf. § 207 skal danne grundlaget for generalforsamlingens beslutning. Aktionærerne kan ikke på forhånd bemyndige bestyrelsen til at træffe beslutning om økonomisk bistand. Hver enkelt disposition skal godkendes på generalforsamlingen på baggrund af en skriftlig redegørelse for den konkrete disposition.<sup>74</sup>

---

<sup>72</sup> Begrebet refererer til en række sager i perioden 1987-1994. Herunder U.1997.364H (Satair), U.2000.365H (Thrane) Sagerne omhandlede opkøb af såkaldte overskudsselskaber, der blev tømt for værdier til skade for selskabets kreditorer, herunder særligt skattevæsenet, der havde tilgodehavender i selskabet i form af ikke indfrie skatte- og momskrav. Sagerne er beskrevet i bl.a. Andersen og Melander (2007), s. 78 ff., samt Skjærbek (2007).

<sup>73</sup> Lovforslag L 170 08/09, Bemærkningerne til § 206, stk. 3.

<sup>74</sup> Lovforslag L 170 08/09, Bemærkningerne til § 207.

Generalforsamlingens beslutning skal ud over at være vedtaget med samme majoritet som ved vedtægtsændringer, også overholde generalklausulen i SL § 108, der sikrer, at der ikke kan træffes beslutninger på generalforsamlingen som giver en aktionær en utilbørlig fordel på bekostning af de øvrige aktionærer eller kapitalselskabet.

Offentliggørelsen af den skriftlige redegørelse gælder for både noterede og unoterede selskaber.

Selvfinansiering kan på baggrund af kravet om udarbejdelse af den skriftlige redegørelse kun ske på foranledning af selskabets centrale ledelsesorgan. Det vil sige, at erhververen udelukkende kan anmode målselskabets ledelse om at medvirke til finansieringen af opkøbet. Har ledelsen tidligere stillet selskabets midler til rådighed til erhvervelse af aktier i selskabet, kan øvrige aktionærer dog have en berettiget forventning om, at også de kan modtage økonomisk bistand af selskabets egne midler såfremt omstændighederne er de samme som i det tidligere tilfælde. Dette følger af ligebehandlingsgrundsætningen i SL § 45, der sikrer, at alle aktionærer behandles lige under de samme omstændigheder. Ligeretsgrundsætningen vil naturligvis kun finde anvendelse når, erhverver på forhånd er aktionær i selskabet.

Når dette er tilfældet vil erhververen ligeledes have ret til at stemme for beslutningen på generalforsamlingen. Han bliver således ikke inhabil som følge af, at dispositionen sker til hans fordel. Dette følger af lovens inhabilitetsregel i SL § 86, når denne læses modsætningsvis. Aktionæren bliver således kun inhabil i søgsmål og i sager om dennes ansvar over for selskabet. Aktionæren har derimod ret til at deltage og afgive stemme i hans egen interesse. Beslutningen vil dog også i disse tilfælde skulle overholde generalklausulen i § 108.

Som allerede nævnt skal den økonomiske bistand ske inden for selskabets frie midler. Herefter skal der oprettes en særlig post under selskabets egenkapital, der svarer til den sammenlagte økonomiske bistand og ikke kan udloddes.<sup>75</sup> Anvendelsen af selvfinansiering vil altså mindske selskabets frie reserver og derved mindske erhververens mulighed for udlodning af udbytte.

---

<sup>75</sup> Lovforslag L 170 08/09, Bemærkningerne til § 208.

Den sidste betingelse for, at selvfinansiering kan tillades er, at transaktionen sker på rimelige og sædvanlige markedsvilkår, jf. SL § 209. Forarbejderne henviser i denne forbindelse til SL § 127, der forbyder ledelsen at disponere over selskabets midler på en sådan måde at en aktionær opnår en utilbørlig fordel på selskabet eller de øvrige aktionærers bekostning. Ledelsen kan også i denne forbindelse blive ansvarlige jf. SL kapitel 23<sup>76</sup>.

Ved sædvanlige markedsvilkår tænkes ikke alene på renten på lånet, men alle vilkår for lånet, som f.eks. lånets løbetid, sikkerhedsstillelse og kreditvurdering. Det centrale ledelsesorgan skal således sikre, at vilkårene for det ydede lån er rimelige og forsvarlige. Der skal for at opfylde disse krav foretages en reel risikovurdering af den pågældende disposition.

I praksis vil det være afgørende for anvendelsen af de nye regler, at opfyldelsen af betingelserne er overkommelig for selskaberne. Hvorvidt dette er tilfældet, er der i litteraturen flere holdninger til.

Werlauff vurderer således, at betingelserne formentlig ikke vil være vanskelige at opfylde i praksis, og han mener på denne baggrund, at det fremover vil blive den praktiske hovedregel, at det er selskabet selv der kommer til at finansiere sin overtagelse<sup>77</sup>.

I modsætning hertil vurderer Mads Illum og Bjørn Krogh Andersen<sup>78</sup> i en artikel<sup>79</sup>, at ”... *adgangen til selvfinansiering indebærer en forholdsvis besværlig proces for en sælger og en køber.*” De mener således, at den tidligere retsstilling udgjorde en forholdsvis fleksibel tilgang til optimering af virksomhedsovertagelser på baggrund af mulighederne for lovlig efterfinansiering, og at den reelle forskel i praksis derfor bliver af mindre betydning. I en anden artikel<sup>80</sup> stiller Morten Melander<sup>81</sup> ligeledes spørgsmålstegn ved anvendelsen af de nye regler. Han mener, at opfyldelse af betingelserne for selvfinansiering, set i forhold til efterfinansiering, er en tidskrævende og usikkerhedsbehæftet proces, der herudover knytter et personligt ansvar til ledelsen, hvilket vil betyde, at anvendelsen vil blive begrænset.

---

<sup>76</sup> Herunder særligt § 367, stk.1.

<sup>77</sup> Werlauff i M. Neville & K. E. Sørensen (2009), side 295, samt i U.2009B.143, side 2.

<sup>78</sup> Begge Advokater ansat hos Plesner.

<sup>79</sup> M. Illum og B. Krogh Andersen, Erhvervsjuridisk tidsskrift 1/2007, side 4-14.

<sup>80</sup> M. Melander, Erhvervsjuridisk Tidsskrift 3/2007, side 175-184.

<sup>81</sup> Cand.merc.jur og forfatter til artikel i Erhvervsjuridisk tidsskrift 3/2007, samt bogen ”Fra Boss til leveraged buyouts – en kapitalmarkedsretlig analyse”.

Sammenligner man betingelserne for selvfinansiering med de administrative forpligtelser ved at gennemføre lovlig efterfinansiering må man konstatere, at der er mere besvær forbundet med at vælge selvfinansiering. Det centrale ledelsesorgan skal som nævnt udarbejde både en kreditvurdering og en skriftlig redegørelse, som de skal kunne stå til ansvar for. Samtidig skal der afholdes en generalforsamling, hvor dispositionen skal godkendes. Dette må formodes at kræve ressourcer samt at tage tid. Således skal indkaldelse til generalforsamlingen ske med en frist på mellem 4 og 2 uger inden generalforsamlingens afholdelse, jf. SL § 94, stk. 1<sup>82</sup>.

Tilsvarende gælder for udbetalingen af ekstraordinært udbytte efter den nye selskabslovs § 82, stk. 2, at det centrale ledelsesorgan kan bemyndiges af generalforsamlingen til at træffe beslutning om udlodning af ekstraordinære udbytte. Dette gjaldt ligeledes efter ASL § 109 A, stk. 1, men efter de gamle regler skulle denne bemyndigelse indføres i selskabets vedtægter, jf. ASL § 109 A, stk. 2, hvilket ikke er tilfældet efter de nye regler. Der er således sket en lempelse af reglerne i forhold til bestemmelserne i aktieselskabsloven, der smidiggør generalforsamlingens adgang til at bemyndige ledelsen til at træffe beslutning om udlodning af ekstraordinære udbytter, ved at anmeldelsen til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen undgås<sup>83</sup>.

Herudover skal ledelsen ved udlodning af udbytter kun vedlægge selskabets balance. Træffes beslutningen om udlodning mere end seks måneder efter balancedagen i selskabets seneste godkendte årsrapport, skal der udarbejdes en mellembalance, jf. SL § 183, stk. 2. Dette må dog antages at kræve færre ressourcer end ved selvfinansiering, hvor der som nævnt skal udarbejdes både kreditvurdering og skriftlig redegørelse.

Gennemførelse af udlodning fra selskabet sker altså noget smidigere end beslutning om selvfinansiering, idet ledelsen, såfremt den er bemyndiget af generalforsamlingen, selv kan træffe beslutning om udlodningen, samtidig med at ledelsen ikke ved udlodning skal udarbejde kreditvurderinger og skriftlig redegørelse, men blot skal vedlægge deres beslutning en balance, jf. § 183, stk. 1, der dokumenterer at udlodningen ikke overstiger selskabets frie reserver.

Umiddelbart er der altså flere ting der peger på, at der administrativt er en række ulemper ved at vælge selvfinansiering, men måske vil selvfinansiering betyde, at kapitalfondene pga.

---

<sup>82</sup> For børsnoterede selskaber dog mellem 5-3 uger før afholdelse, jf. SL § 94, stk. 2.

<sup>83</sup> Efter SL § 11 skal vedtægtsændringer anmeldes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.



den forbedrede likviditet i målselskabet vil kunne opnå mere fordelagtige lånevilkår og herved vil kunne opnå besparelser igennem finansieringen som kan opveje de til dels mere omstændige procedurer ved selvfinansiering. Samtidig vil likviditeten i målselskabet være bedre ved selvfinansiering i forhold til når, dets midler udloddes definitivt ved efterfinansiering, hvilket vil mindske risikoen for konkurs, når selvfinansiering træder i stedet for en del af fremmedfinansieringen af opkøbet. Dette kan resultere i et bedre forventet afkast for kapitalfonden.

Udover de administrative ulemper ved selvfinansiering er der også et problem i forhold til beskyttelsen af minoritetsaktionærerne i målselskabet. Kreditorerne er gennem betingelserne for kreditvurdering og begrænsningen til de frie reserver sikret, men når der er fortsættende aktionærer i selskabet, stilles de dårligere ved selvfinansiering end ved efterfinansiering, i den forstand, at der påføres minoritetsaktionærerne en væsentlig risiko, idet de frie reserver mindskes. Denne øgede risiko kompenseres minoritetsaktionæren ikke for. Ved efterfinansiering får minoritetsaktionærerne derimod del i de udloddede midler på lige fod med majoritetsaktionæren og kompenseres altså for faldet i de frie reserver, og den derved øgede risiko. Man kan sige, at der ved selvfinansiering sker udlåning af selskabets midler til erhververens fordel, men på bekostning af de fortsættende aktionærer i selskabet, såfremt ikke samtlige aktier erhverves ved opkøbet.<sup>84</sup>

Eventuelt vil minoritetsaktionærerne i denne situation kunne påberåbe sig generalklausulen i SL § 108, og derigennem få beslutningen om selvfinansiering annulleret, med den begrundelse, at visse aktionærer eller andre gives en utilbørlig fordel på andre aktionærers bekostning. I dette tilfælde opnår kapitalfonden, som erhververen af aktierne, samt de aktionærer, der ønsker at sælge deres aktier til en fordelagtig pris, en fordel på de resterende aktionærers bekostning, der må acceptere en markant øget risiko på deres aktier, uden at blive kompenseret herfor. Er påberåbelse af SL § 108 i denne forbindelse mulig, kan det dog blive svært i praksis, at få selvfinansiering godkendt på generalforsamlingen ved opkøb, hvor ikke alle aktierne erhverves. I disse tilfælde vil minoritetsaktionærerne i selskabets se sig stillet bedre gennem efterfinansiering, hvor de får del i de store udbytteudlodninger. Anvendes der i stedet selvfinansiering, stiger risikoen betydeligt, men uden at minoritetsaktionærerne bliver kompenseret herfor.

---

<sup>84</sup> Denne problematik er behandlet af M. Melander, Erhvervsjuridisk Tidsskrift 2007/3, side 181 og 183.

Det fremgår af bemærkningerne til selskabsloven<sup>85</sup> at der, for at SL § 108 kan påberåbes, skal forelægge et misbrug af stemmeretten, og at de øvrige aktionærer således skal have været klar over, at beslutningen åbenbart skadede de øvrige aktionærer. Spørgsmålet er om beslutning om selvfinansiering vil opfylde dette og være en åbenlys og urimelig fordel for de aktionærer der gennemfører beslutningen. Dette er tvivlsomt. For det første kan minoritetsaktionærerne selv vælge, om de også vil sælge til den fordelagtige kurs. De kan således selv få del i ”fordelen”, som derved næppe kan siges at være utilbørlig. Herudover er det usikkert om den øgede risiko på sigt vil skade aktionærernes interesser. Omlægningen af kapitalstrukturen sker således som en del af strategien for at gøre virksomheden mere efficient og for at øge indtjeningen i kapitalfondens ejerperiode, hvilket også vil komme de fortsættende aktionærer til gode.

Det er således tvivlsomt, at generalforsamlingens beslutning vil kunne tilsidesættes på baggrund af generalklausulen i SL § 108. Aktionærer der vælger at beholde deres aktier i det opkøbte selskab vil altså blive stillet ringere når der anvendes selvfinansiering end hvis opkøbet i stedet blev efterfinansieret f.eks. ved udbytteudlodninger.

De nye regler vil i relation til mulighederne for efterfinansiering formentlig ikke få den store betydning. Som nævnt smidiggøres procedurene for udlodning af ekstraordinært udbytte, hvilket kun vil være en fordel for efterfinansiering af denne vej. I relation til bestemmelsen om lovlige koncernlån, fremgår det nu af bemærkningerne til SL, at lån til moderselskaber, i forbindelse med reglerne for selvfinansiering, skal behandles som lån til et hvert andet selskab. Selvfinansieringsforbuddet anses altså fortsat som værende lex superior i forhold til reglerne om lovlige koncernlån. Anses formålet med et ellers lovligt koncernlån som værende finansiering af erhvervelse af aktier i det långivende selskab skal det altså opfylde betingelserne for selvfinansiering for at være lovligt.

Ang. fusioner vil Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fortsat foretage analyse af de konkrete forhold ved transaktionen. Anser de en transaktion for værende i strid med selvfinansieringsforbuddet vil denne selvfinansiering kun kunne anses som lovlig såfremt betingelserne i SL §§ 206-209 er opfyldt. Vurderer styrelsen f.eks. at et større beløb frigøres end ved udlodning af de frie reserver vil dette fortsat blive anset som en ulovlig transaktion i strid med selvfinansieringsforbuddet.

---

<sup>85</sup> Lovforslag L 170 08/09, Bemærkninger til § 108.

Set i lyset af mulighederne for efterfinansiering og den stadig usikre retsstilling på dette område, vil det ved anvendelsen af selvfinansiering være en fordel, at retstillingen herved er klar. Kapitalfondene kan således sikre sig, at transaktionen er lovlig såfremt betingelserne er opfyldt, hvilket er en fordel ift. anvendelsen af efterfinansiering hvor der fortsat vil være en gråzone, hvor kapitalfonden vil være i tvivl om, hvorvidt den pågældende disposition er tilladt eller ej, og evt. må rette henvendelse til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen for at få en udtalelse herom.

### **3.3.2 Betydning og anvendelsesmuligheder i praksis**

Som beskrevet ovenfor åbner vedtagelsen af den nye selskabslov nu op for muligheden for selvfinansiering under visse betingelser. Dette gør det fremover muligt for kapitalfondene og andre virksomhedskøbere at lade porteføljevirkomheden finansiere en del af opkøbet gennem sine egne aktiver.

Spørgsmålet er, om kapitalfonde vil anvende de nye muligheder, og hvorledes de vil anvende reglerne. Særligt i lyset af de mere byrdefulde betingelser i forbindelse med selvfinansiering sammenlignet med de mere smidige krav for efterfinansiering.

For at tydeliggøre, hvilke nye muligheder selvfinansiering indebærer for finansieringen af en virksomhedserhvervelse opstilles herunder to eksempler på erhvervelsesforløb, der beskriver, hvorledes et kapitalfondsopkøb vil kunne forløbe med og uden selvfinansiering. Det første eksempel er en beskrivelse af, hvordan et typisk, men meget simplificeret, erhvervelsesforløb ville se ud under de forhenværende regler, mens det andet eksempel beskriver et erhvervelsesforløb, hvor muligheden for selvfinansiering udnyttes.

Eksempel 1:

- Kapitalfonden stifter et holdingselskab, H, til erhvervelse af målselskabet, M, for 100 mio. kr.
- H stiftes med en egenkapital på 30 mio. kr.
- H optager et lån på 70 mio. kr. hos en ekstern kreditor, som regel en bank<sup>86</sup>.

---

<sup>86</sup> Som regel vil fremmedfinansieringen være sammensat af en række forskellige lånetyper med forskellig risiko, løbetid, låneomkostninger og indbyrdes prioritet, hvilket ikke behandles i denne afhandling. Dette

- H erhverver målselskabet.
- M optager lån, i samme bank som H, på 70 mio. kr.
- M udlodder 70 mio. kr. i ekstraordinært udbytte til H.
- H betaler lånet i banken ud med det modtagne udbytte.
- Banklånet er herved flyttet ned i M (Debt push down)
- Ofte udloddes yderligere udbytte for at mindske M's frie reserver og for at skabe afkast på kapitalfondens egen investering. På denne måde ændres M's kapitalstruktur markant, ved at gælden øges, samtidig med at de frie reserver mindskes.

#### Eksempel 2:

- Kapitalfonden stifter et holdingselskab, H, til erhvervelse af målselskabet, M, for 100 mio. kr..
- H stiftes med en egenkapital på 30 mio. kr.
- H optager et lån i M på 20 mio. kr. og et banklån på 50 mio. kr.
- H erhverver målselskabet, M.
- M optager lån i samme bank på 50 mio. kr. og udlodder et tilsvarende beløb i ekstraordinært udbytte til H, der betaler sit lån i banken ud. (Debt push down.)
- De 20 mio. kr. M har udlånt til H af sine frie reserver kan ikke udloddes før H har tilbagebetalt lånet. Lånet afdrages med renter efterhånden som der udbetales ordinært udbytte af M's overskud. Herved mindskes eller forsinkes kapitalfondens mulighed for at forrente sin egen investering.

Det skal i forbindelse med eksempel 2 understreges, at der her kun beskrives én ud af et utal af finansieringsstrategier. Ovenstående, hvor der foretages et mix af debt push down samt selvfinansiering er valgt, fordi jeg tror det er en mere realistisk finansieringsstrategi for kapitalfondene end en strategi, hvor der udelukkende anvendes selvfinansiering ud over kapitalfondens egen investering. Dette skyldes, at kapitalfondens strategi ofte også går ud på at omlægge kapitalstrukturen<sup>87</sup> i målselskabet ved at øge gælden og mindske egenkapitalen, hvilket ikke sker ved selvfinansiering, fordi målselskabets midler blot udlånes og ikke definitivt forlader selskabet. De udlånte midler vil på balancen fremgå som et udestående

---

eksempel er således simplificeret og antager at der optages ét stort banklån til fremmedfinansieringen af opkøbet.

<sup>87</sup> Betydningen af kapitalstrukturen er behandlet i kapitel 2 og behandles nærmere i kapitel 4.

under selskabets egenkapital. Dette betyder samtidig, at målselskabets frie reserver, der kan udloddes som udbytte, mindskes, og kapitalfondens må derfor vente med at foretage udlodninger, der kan forrente sin egen investering. Dette vil blive diskuteret mere indgående nedenfor.

Det, at målselskabets midler bliver i selskabet, vil også være attraktivt for kreditorerne, der herved opnår en bedre sikkerhed for deres udlån.

Man kan forestille sig to forskellige scenarier for anvendelse af de nye regler. Først og fremmest kan muligheden for selvfinansiering træde i stedet for anden fremmedfinansiering eller en del heraf, hvilket formentlig er tanken bag bestemmelsen, og hvilket er tilfældet i eksempel 2 ovenfor. I så fald vil selskabets frie midler mindskes med det udlånte beløb, og dette vil betyde, at kapitalfonden umiddelbart vil kunne udlodde mindre i form af udbytter. Man kan også forestille sig, at de nye muligheder for selvfinansiering vil friste kapitalfondene til at øge den samlede fremmedfinansiering, således, at egenfinansieringen mindskes og at der i stedet kan optages lån i målselskabet. Dette kan illustreres ved følgende eksempel:

Eksempel 3:

- Kapitalfonden stifter et holdingselskab, H, til erhvervelse af målselskabet, M, for 100 mio. kr..
- H stiftes med en egenkapital på 15 mio. kr.
- H optager et lån i M på 35 mio. kr. og et banklån på 50 mio. kr.
- H erhverver målselskabet, M.
- M optager lån i samme bank på 50 mio. kr. og udlodder et tilsvarende beløb i ekstraordinært udbytte til H. (Push down debt.)
- De 35 mio. kr. M har udlånt til H af sine frie reserver kan ikke udloddes før H har tilbagebetalt lånet. Lånet afdrages med renter efterhånden som der udbetales ordinært udbytte af M's overskud. Herved mindskes eller forsinkes kapitalfondens mulighed for at forrente sin egen investering.

På denne måde vil kapitalfonden ved at gear sin investering yderligere kunne opnå et endnu højere procentvist afkast, uden at kapitalstrukturen i målselskabet bliver faretruende, da

lånet i målselskabet vil fremgå som et tilgodehavende under egenkapitalen på dets balance. Herudover kan man forestille sig at større investeringer bliver mulige som følge af et mindsket behov for indskudskapital.

Ser man på det første scenarie, som beskrevet i eksempel 2, hvor kapitalfondens investering forbliver uændret, men banklånet mindskes og suppleres af et lån i målselskabet, vil muligheden for mindre udbytter umiddelbart betyde, at kapitalfonden får et dårligere afkast på sin investering, hvis størrelse vil være uændret i forhold til en situation uden selvfinansiering. Det skal dog hertil bemærkes, at kapitalfonden løbende vil udlodde flere udbytter, efterhånden som de betaler af på det i målselskabet optagede lån. Så i sidste ende vil udlodning af udbytte være uændret uanset om der anvendes selvfinansiering eller ej. Nutidsværdien af disse udlodninger vil dog være lavere, jo senere udbyttet udloddes.

Vurderes muligheden for selvfinansiering i forhold til den typiske fremgangsmåde ved kapitalfondsovertagelser, ses det, at kapitalfonden som regel vil have et ønske om at foretage debt push down, således at lånet optaget til erhvervelsen af aktierne skubbes ned i selskabet, hvorefter der udloddes et udbytte der anvendes til at betale holdingselskabets lån ud<sup>88</sup>. Herved ændres kapitalstrukturen i målselskabet, sådan at gældsandelen øges, samtidig med at egenkapitalen mindskes ved udlodningen. Dette er ofte en del af kapitalfondens strategi i forhold til målselskabet. Og dette vil ikke ske i samme omfang, hvis selvfinansiering anvendes i stedet for banklån. I så fald vil gælden blive liggende i holdingselskabet og kapitalstrukturen i målselskabet vil være den samme<sup>89</sup>. I virksomhedsopkøb, hvor kapitalfondens investering er procentvis meget lille og meget store lån er nødvendige for at overtage den pågældende virksomhed, kan det dog, for at opnå en kapitalstruktur uden al for høj gældssætning, omvendt være en fordel at anvende selvfinansiering som substitut for en del af bankgælden for at opnå en efficient kapitalstruktur, hvor risikoen ikke bliver alt for høj.

Herved vil en meget høj gældssætning i målselskabet efter debt push down, og den på baggrund heraf meget markante ændring i målselskabets kapitalstruktur kunne undgås.

---

<sup>88</sup> Således som det også sås i eksemplerne ovenfor.

<sup>89</sup> Under forudsætning af at der udelukkende anvendes selvfinansiering og banklånene fuldstændig udgår af finansieringsmodellen. I tilfælde, hvor der laves et mix, vil kapitalstrukturen ændres ift. for holdet mellem selvfinansiering og banklån.

Eksempelvis kan man forestille sig, at selvfinansiering kunne have fundet god anvendelse ved TDC opkøbet, da kapitalstrukturen i dette tilfælde blev udsat for en omfattende omlægning. TDC gik således fra en egenkapital på 43,8 mia.kr. til 3,6 mia. kr., hvilket svarer til et fald fra 47 % til 4 % i egenkapitalen, set i forhold til den samlede aktivmasse<sup>90</sup>. Dette mødte stor kritik, ikke mindst i medierne i tiden omkring overtagelsen. Havde kapitalfondene ved finansieringen haft mulighed for at anvende selvfinansiering og benyttet sig af denne mulighed, ville TDC's balance have set noget pænere ud, uden at dette havde nødvendiggjort et større indskud fra kapitalfondenes side. På denne måde kunne kapitalfondene måske have undgået meget af den kritik, der rejste sig i kølvandet på TDC-sagen.

Det kan altså i visse tilfælde formentlig være en fordel for kapitalfonden at anvende muligheden for selvfinansiering. Dette vil dog skulle vurderes i forhold til hver enkel sag. I praksis er der således store forskelle i finansieringsplan og strategi fra opkøb til opkøb.

Ser man på det andet scenarie, hvor selvfinansiering betyder, at kapitalfonden mindsker sin investering og den samlede gældsfinansiering stiger vil dette per definition betyde, at kapitalfonden skal have færre penge op af lommen. Det bliver altså ikke nødvendigt med lige så store startinvesteringer som tidligere. Til gengæld mindskes de frie reserver i målselskabet allerede ved selve opkøbet, hvorfor der vil være mindre kapital i virksomheden, der kan udloddes som udbytte til at starte med. Det er dog ikke sikkert, at afkastet på denne baggrund mindskes, da investeringen også mindskes, og det procentvise afkast derfor meget vel kan blive det samme eller måske endda forbedres ved muligheden for selvfinansiering. Efterhånden som lånet tilbagebetales vil de frie reserver desuden genopbygges, hvorefter der kan udloddes udbytte. Der vil også i nogle tilfælde kunne frigives yderligere kapital i målselskabet som følge af f.eks. gældsætning og indkomstforøgelse i selskabet, som nævnt i kapitel 2.

Nedenfor i kapitel 4 foretages en spilteoretisk analyse, der vil forsøge at illustrere, hvordan kapitalfondenes afkastmuligheder vil være under de forskellige scenarier beskrevet ovenfor og herigennem give et bud på om selvfinansiering i forbindelse med kapitalfondsovkøb vil kunne betale sig.

---

<sup>90</sup> E. Werlauff m.fl. (2010), side 68.

### **3.4 Delkonklusion**

Som det fremgår af analysen ovenfor ophæver den nye selskabslov i realiteten selvfinansieringsforbuddet, i den forstand at selvfinansiering tillades såfremt en række betingelser overholdes. Betingelserne sikrer, at kreditorer og aktionærers interesser varetages, når selskabets midler udlånes til erhvervelse af dets aktier.

Der er dog risiko for, at betingelserne for lovligt at anvende selvfinansiering ved aktieopkøb vil være for byrdefulde set i forhold til mulighederne for at foretage lovlig efterfinansiering af erhvervelsen. F.eks. smidiggøres muligheden for udbetaling af ekstraordinært udbytte yderligere ved ikrafttrædelsen af den nye selskabslov.

Ligeledes er der usikkerhed omkring, hvordan kapitalfondene vil anvende de nye muligheder. Kapitalfondene kan anvende selvfinansiering som substitut for fremmedfinansiering eller evt. som substitut for egenfinansiering, hvorved fremmedfinansieringen i sidstnævnte tilfælde samlet vil øges.



## **Kapitel 4: De nye reglers betydning for finansieringen af kapitalfondsopkøb**

### **4.1 Spilteoretisk analyse af anvendelsesmulighederne for selvfinansiering**

I det følgende foretages en spilteoretisk analyse af tre forskellige finansieringsmodeller. Den første model tager udgangspunkt i finansieringen under de tidligere regler, modellen består således udelukkende af kapitalfondens egen investering på 30 % og den eksterne finansiering i form af et banklån på 70 %. I den anden model er muligheden for selvfinansiering udnyttet således, at en mindre del af den eksterne finansiering er erstattet af et lån ydet af målselskabet selv til erhververen. Kapitalfondens investering forbliver uændret i forhold til model 1, altså 30 %, mens selvfinansieringen udgør 20 % og banklånet 50 %. I model 3 vælger kapitalfonden en højere gearing end i de foregående modeller. Kapitalfondens investering er således kun 15 %, banklånet udgør 50 %, mens selvfinansieringen er 35 %.

Der er tre deltagere i spillet. Først og fremmest skal kapitalfonden beslutte, hvilken finansiering den vil anvende i den konkrete opkøbssituation, men herudover skal den eksterne kreditor, her banken, også beslutte om den vil bevilge lånet til opkøbet. Ligeledes skal målselskabet beslutte om den vil yde lån af selskabets egne midler, i tilfælde af at kapitalfonden ønsker at en del af finansieringen skal ske igennem målselskabets midler.

#### **4.1.1 Case over kapitalfondsopkøb**

For at gennemføre spillet og afgøre, hvilken strategi de enkelte deltagere vil vælge, og hvilke udfald spillet vil få, opbygges en konkret case. Casen er udarbejdet med henblik på at repræsentere en simplificering af en typisk kapitalfondscase ud fra karakteristikken af kapitalfonde i kapitel 2.

Kapitalfonden<sup>91</sup>, K, ønsker at købe selskabet, M, for 100 mio. kr. K erhverver samtlige aktier i selskabet og ejer herefter 100 % af aktiekapitalen. Erhvervelsen sker med henblik på

---

<sup>91</sup> I forbindelse med dette spil ses kapitalfonden og dens afkast som en helhed og der sondres derfor ikke imellem fordelingen heraf mellem investorerne og managementselskabet.

videresalg efter en ejerperiode på 5 år. Kapitalfonden planlægger at lade den nuværende ledelse i målselskabet fortsætte. Ledelsen pålægges incitamentprogrammer, der sikrer, at dens interesser forenes med kapitalfondens.

M har en høj soliditetsgrad på 75 % og betydelige uudnyttede kreditfaciliteter i form af muligheden for at stille sikkerhed i sine aktiver. Det anses på denne baggrund forsvarligt at omlægge kapitalstrukturen i M, f.eks. ved gældsoptagelse og udbytteudlodning.

Det antages, at målselskabets aktionærer gerne vil sælge til kapitalfonden og derfor vil godkende en beslutning om at yde selvfinansiering til opkøbet. Den egentlige beslutning om, hvorvidt lånet skal ydes lægger i dette tilfælde således hos målselskabets ledelse, der skal beslutte om de vil indstille beslutningen til generalforsamlingen eller ej. I spillet nedenfor repræsenterer målselskabet, som deltager, altså ledelsen og dennes interesser og afkastmuligheder før og efter opkøbet. Som nævnt ovenfor er ledelsens interesser sammenfaldene med kapitalfondens, hvilket i forhold til spillets udfald betyder, at målselskabets afkast udfald for de enkelte strategier vil være de samme som for kapitalfonden. Målselskabets ledelse får et afkast eller tab på  $1/20$  kapitalfondens afkast eller tab.

Til erhvervelsen af aktierne optages ét banklån<sup>92</sup>, og i aftalevilkårene er det aftalt, at lånet efterfølgende skal flyttes ned i målvirksomheden ved debt push down. Kapitalfonden skal betale en rente på 7 % af lånets hovedstol. Banken, B, skal i spillet nedenfor beslutte, om den vil yde lånet eller ej. Hvis opkøbet slår fejl og ikke bliver en succes antages det, at banken på grund af debt push down vil kunne få dækning for noget af lånet. Deres tab anslås i denne forbindelse til at være  $0,5 \cdot \text{lånets hovedstol}$ . Bankens afkast beregnes som de samlede renteindtægter på det ydede lån. Udfaldet bliver således  $0,07 \cdot 70 \text{ mio.} = 4,9 \text{ mio. kr.}$  ved strategi 1. Samme metode er anvendt ved beregning af udfald under de øvrige strategier<sup>93</sup>.

Sandsynligheden for at opnå succes gennem opkøbet varierer alt efter, hvilket finansieringsmix kapitalfonden vælger til at starte med. I denne sammenhæng defineres succes som, at opkøbet forløber efter planen, og at de optagede lån tilbagebetales efter

---

<sup>92</sup> I praksis vil der være tale om flere forskellige kreditorer og lånetyper med forskellig prioritet og lånevilkår. Her simplificeres lånevilkårene for at gøre spillet overskueligt og enkelt.

<sup>93</sup> Se samtlige udregninger af spillets udfald i afhandlingens Bilag 2.

planen. Failure er derimod, når målvirksomheden går konkurs og kapitalfonden ikke kan tilbagebetale de optagede lån.

Hvis opkøbet slår fejl antages det, at kapitalfonden mister 2/3 af sin investering.

Bliver opkøbet en succes får kapitalfonden en gevinst på 20 mio. kr. Når selvfinansiering indgår i finansieringsplanen er afkastet en anelse mindre, pga. den øgede administration og længerevarende godkendelsesproces. Kapitalfondens afkast forventes ikke på andre områder at blive mindre på sigt, da kapitalfonden vil kunne udlodde flere udbytter efterhånden som selvfinansierings-lånet tilbagebetales til målselskabet. Der kan være mindre økonomiske fordele og ulemper ved at anvende selvfinansiering<sup>94</sup>, hvilke der ses bort fra her, da de forventes at gå nogenlunde lige op.

Såfremt selvfinansiering indgår i finansieringsplanen er gevinsten 19 mio. kr., når selvfinansieringslånet betales ud og efterfølgende udloddes som udbytte. At gevinsten under en finansieringsplan med selvfinansiering er lidt lavere skyldes som nævnt de svagt øgede omkostninger ved at vælge denne løsning. Betales lånet derimod ikke ud mindskes kapitalfondens afkast med 25 % af selvfinansieringslånets hovedstol, da kapitalfonden mister muligheden for at forrente sin investering via udbytter. Kapitalfondens afkast falder dog ikke med hele lånets pålydende, da midlerne ligger i selskabet og kan realiseres ved et senere salg.

Under strategi 3, hvor kapitalfondens investering er halveret i forhold til de to øvrige strategier, vil afkastet skulle korrigeres ift. investeringens størrelse, således at udfaldene bliver sammenlignelige med udfaldene i strategi 1 og 2. Investerer kapitalfonden kun 15 mio. kr. og ikke 30 mio. kr. er det klart, at afkastet skal ses i forhold hertil, da kapitalfonden herved får mulighed for at investere de resterende 15 mio. kr. i andre virksomheder og skabe et lignende afkast herigennem. Derfor er kapitalfondens afkast under strategi 3 ganget med to for at stå i forhold til de tilsvarende investeringer på 30 mio. kr.<sup>95</sup>.

I strategi 1 er sandsynligheden for succes sat til:  $P(s) = 0,9$  og sandsynligheden for failure;  $P(f) = 0,1$ . Valget af netop disse sandsynligheder er valgt på baggrund af en nyere empirisk

---

<sup>94</sup> F.eks. senere udlodning af udbytter der påvirker nutidsværdien af udbytterne og renteindtægter/udgifter på selvfinansieringslånet.

<sup>95</sup> Se Bilag 2 for at se de konkrete beregninger af spillets udfald.

undersøgelse<sup>96</sup> der indikerer at risikoen for konkurs for kapitalfonde i perioden 1985-2007 gennemsnitligt ligger på 6-7 %. I årene 2003-2007 har konkursprocenten været endnu lavere nemlig 3 %. Dette kan være et udtryk for de gode markedsvilkår for fondene i de pågældende år. Tager man den økonomiske situation i betragtning på nuværende tidspunkt, vil man kunne forvente en øget konkursprocent pga. kapitalfondenes markedsvilkår. I denne forbindelse er der rundet op til 10 %, da risikoen under de nuværende markedsforshold vurderes at indebære en højere risiko.

I strategi 2 er sandsynligheden for succes:  $P(s) = 0,95$  og sandsynligheden for failure;  $P(f) = 0,05$ . Grunden til at sandsynligheden øges for succes under valget af denne strategi er, at en del af banklånet er skiftet ud med et lån i målselskabets midler, hvis balance og likviditet derved forbedres.

I strategi 3 er sandsynligheden for succes faldet til  $P(s) = 0,8$  og sandsynligheden for failure steget til  $P(f) = 0,2$ . Dette skyldes, at den samlede gældsfinansiering af opkøbet er steget betydeligt og likviditeten i porteføljeselskabet er derfor lavere på trods af, at anvendelsen af selvfinansieringen forbedrer balancen ift. en situation, hvor gælden udelukkende består af banklån. Realiteten er dog, at selvom porteføljeselskabet har en fordring mod kapitalfonden, der derved tæller som et aktiv på selskabets balance, så er der høj usikkerhed forbundet med fordringen såfremt der opstår problemer i porteføljeselskabet, da det som udgangspunkt er udbytter fra porteføljeselskabet, der skal betale af på lånet i selv samme virksomhed<sup>97</sup>. Det skal dog nævnes i denne forbindelse, at kapitalfondene har mulighed for at hente ekstra kapital hos sine investorer, såfremt den fortsat tror på, at porteføljeselskabet kan skabe overskud. Alt i alt stiger risikoen dog betydeligt under strategi 3 på grund af den øgede gældsfinansiering.

#### **4.1.2 Spil over afkastmuligheder for hhv. efterfinansiering og selvfinansiering**

Det antages, at spillets deltagere er risikoneutrale, og at der er fuldkommen information mellem parterne. Ingen af deltagerne kan dog forudsige, hvorvidt opkøbet bliver en succes

---

<sup>96</sup> Kaplan & Strömberg (2009), side 9-10, samt tabel 2.

<sup>97</sup> I visse tilfælde kan kapitalfonden dog benytte sig af et såkaldt capitalcall og på denne måde skaffe yderligere indskud fra sine investorer. Det kræver dog at der er en tro på at målvirksomheden igen kan blive rentabel for kapitalfonden.

eller ej. Herudover antages at alle deltagere handler rationelt og maksimerer deres egen profit.

I spillet er kapitalfondens valg illustreret med bogstavet K, målselskabets valg ved M, og Bankens valg ved B. Det tilfældige udfald, der afgør, hvorvidt opkøbet bliver en succes eller ej, kaldes Move of Nature og er repræsenteret i spillet ved bogstavet N. Deltagernes afkastudfald er i spillet beskrevet ved rækkefølgen (Afkast(K) ; Afkast(B) ; Afkast(M)).

Spillets udfald er beregnet efter metoderne beskrevet i casen ovenfor og illustrerer deltagerens forventede afkast, hvorfor sandsynlighederne er indberegnet. Der vil i praksis være usikkerhed behæftet med disse tal, da de er beregnet på grundlag af personlige forventninger og vurderinger af rammerne for de forskellige finansieringsformer, samt fordele og ulemper ved henholdsvis selvfinansiering og efterfinansiering. I casen er der forsøgt redegjort for, hvad der ligger bag vurderingerne, og der er ved beregningerne anvendt en metode, der sikrer konsistens, således at udfaldene for de forskellige strategier kan sammenlignes. Dette skal sikre, at spillet giver et realistisk bud på, hvordan kapitalfondene vil finansiere deres opkøb fremover. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at finansieringen og forløbet i praksis er betydeligt mere komplekst, hvorfor spillet blot kan give en indikation af, hvordan kapitalfonden kan og vil anvende sine muligheder.

I spillet er anvendt en række forkortelser. Betydningen af forkortelserne er beskrevet herunder:

[SF] = Der ydes selvfinansiering.

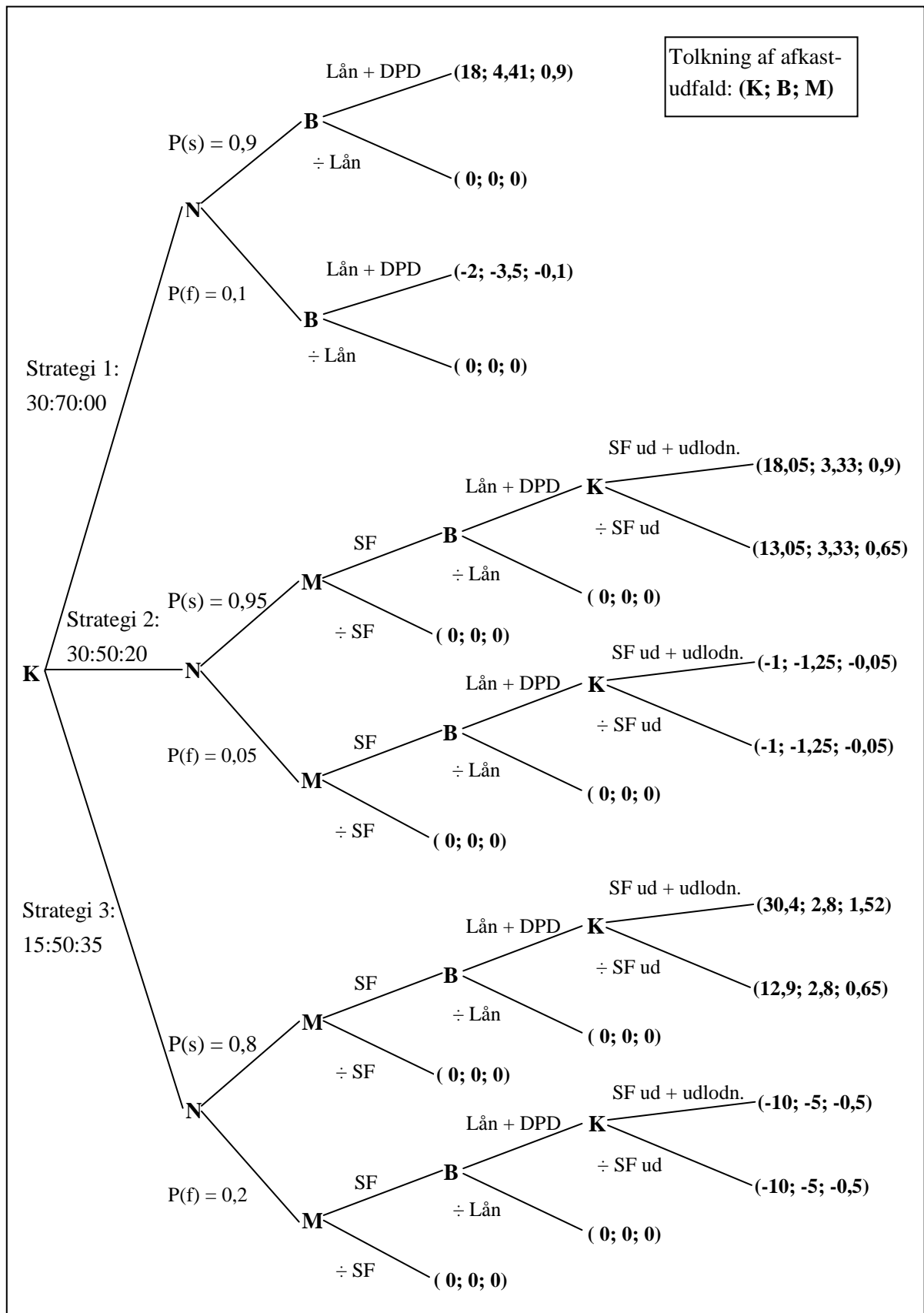
[÷ SF] = Der ydes ikke selvfinansiering

[Lån + DPD] = Der ydes lån under forudsætning af, at der foretages efterfølgende debt push down

[÷ Lån] = Der ydes ikke lån

[SF ud +udlodn.] = Selvfinansieringslånet betales ud og udloddes efterfølgende som udbytte

[÷ SF ud] = Selvfinansieringslånet betales ikke ud.



Træet i Figur 2, der illustrerer spillet har tre mulige strategier fra initialpunktet. Hver strategi repræsenterer et mix af finansieringsformerne; egen investering, eksternt banklån og lån i målselskabets midler<sup>98</sup>.

Strategi 1 er et eksempel på den typiske finansieringsform indtil ikrafttræden af de nye bestemmelser for selvfinansiering og indeholder ingen selvfinansierende elementer, men derimod en egen investering på 30 % og et banklån der udgør 70 % af finansieringen. Vælger kapitalfonden denne strategi, skal banken vurdere, om de vil bevilge lånet på 70 %, hvilket i forhold til vores case vil svare til 70 mio. kr. Vælger de ikke at bevilge lånet slutter spillet og udfaldet bliver (0,0,0), da ingen får et afkast, fordi investeringen aldrig foretages. Bevilges lånet derimod foretages der efterfølgende debt push down i overensstemmelse med lånevilkårene som det fremgår af beskrivelsen ovenfor. Såfremt opkøbet bliver en succes bliver udfaldet (18;4,41;0,9), bliver det ikke en succes bliver udfaldet i stedet (-2;-3,5;-0,1). Deltagernes samlede forventede afkast<sup>99</sup> af at vælge strategi 1 kan således beskrives ved ligningen<sup>100</sup>:

$$Fa = P_{succes} \cdot a_{succes} + P_{failure} \cdot a_{failure} = (18;4,41;0,9)^{101} + (-2;-3,5;-0,1) = \mathbf{(16;0,91;0,8)}.$$

Det ses heraf at det samlede forventede udfald af strategi 1 er positivt for alle deltagere i spillet.

Vælger kapitalfonden Strategi 2, er en del af banklånet er erstattet af selvfinansiering. Kapitalfondens andel af investeringen er derfor fortsat 30 %, banklånet til 50 % af investeringen og selvfinansieringen udgør 20 %. Målselskabet skal ved denne strategi beslutte, hvorvidt det ønsker at udlåne selskabets midler til kapitalfonden<sup>102</sup>. Afvises anmodningen om selvfinansiering, kan strategi 2 ikke lykkes og udfaldet bliver derfor (0,0,0). Godkendes anmodningen om selvfinansiering skal banken som ovenfor beslutte om den ønsker at udlåne de nødvendige 50 mio. kr. Siger de nej, bliver udfaldet som ovenfor

<sup>98</sup> Strategi 2 – 30:50:20 – betyder således at kapitalfondens investering udgør 30 %, banklånet 50 % og selvfinansieringen 20 % af den samlede finansiering.

<sup>99</sup> Joel Watson (2002), side 39, Roy Gardner (1995), side 15.

<sup>100</sup>  $Fa$  = Forventet afkast,  $P_{succes}$  = Sandsynligheden for succes,  $P_{failure}$  = sandsynligheden for failure,  $a_{succes}$  = afkastet når succes,  $a_{failure}$  = afkast når failure.

<sup>101</sup> Disse udfald, der også fremgår af spillet, er på forhånd justeret i forhold til sandsynligheden, hvorfor udfaldet er udtryk for ligningen  $P(succes)*a(succes)$ .

<sup>102</sup> For nærmere gennemgang af proceduren for denne beslutning se kapitel 3.

(0;0;0) og spillet slutter. Siger de ja til at bevilge lånet med betingelse om efterfølgende debt push down, skal kapitalfonden beslutte om selvfinansieringslånet<sup>103</sup> skal betales ud, og de herved frigjorte reserver herefter skal udloddes. Når opkøbet bliver en succes og selvfinansieringslånet samtidig betales ud og efterfølgende udloddes bliver udfaldet (18,05;3,33;0,90). Bliver opkøbet ikke en succes er udfaldet derimod (-1;-1,25;-0,05).

Betales selvfinansieringslånet ikke ud bliver udfaldet ved succes (13,05;3,33;0,65), og når opkøbet ikke er succesfuldt bliver udfaldet (-1;-1,25;-0,05). De to udfald for situationerne, hvor opkøbet ikke ender i succes er identiske fordi ingen af lånene, som beskrevet i casen, tilbagebetales, og kapitalfonden i ingen af tilfældene får udloddet yderligere udbytte. Da kapitalfonden således risikerer samme tab, men har mulighed for et større afkast ved at vælge at betale selvfinansieringslånet ud og udlodde midlerne vil kapitalfonden naturligvis altid vælge denne strategi på dette sted i spillet. Det samlede forventede afkast ved strategi 2 er således:

$$Fa = P_{succes} \cdot a_{succes} + P_{failure} \cdot a_{failure} = (18,05;3,33;0,90) + (-1;-1,25;-0,05) = \mathbf{(17,05;2,08;0,85)}$$

Også her er udfaldet positivt for alle deltagere.

Strategi 3 indeholder som finansieringsmodellen i strategi 2 et element af selvfinansiering, der er dog en vigtig forskel på de to strategier i den forstand, at lånefinansieringen stiger med 15 %, hvilket er betydeligt på trods af, at en del heraf er selvfinansiering og principielt bliver i selskabet i form af en fordring mod kapitalfonden. Dette vil dog være et forholdsvist usikkert aktiv for målselskabet, idet det skal tilbagebetales via udbytteudlodninger fra målselskabet selv, og spørgsmålet er derfor om banken ønsker at finansiere den resterende del af lånet til erhvervelsen.

Vælger kapitalfonden strategi 3, skal målselskabet som under strategi 2 vælge, om det vil godkende anmodningen. Afvises anmodningen bliver udfaldet (0,0,0), da erhvervelsen ikke bliver en realitet. Vælger målselskabet at give lån i selskabets midler, skal banken vælge om de vil bevilge lån. Også her bliver udfaldet (0;0;0) såfremt banken afviser at bevilge lånet. Bevilges lånet skal kapitalfonden som under strategi 2 beslutte om selvfinansieringslånet skal betales ud og udloddes eller ej. Afkastene under de ændrede forudsætninger i finansieringsmodellen i strategi 3 bliver således, når lånet betales ud og der er succes

---

<sup>103</sup> Det antages i så fald, at hele lånet betales ud.



(30,4;2,8;1,52) og når der ikke er succes (-10;-5;-0,5). De meget høje afkast for kapitalfonden skyldes at gearingen under denne model er steget betydeligt og kapitalfondens procentvise afkast herved bliver betydeligt større<sup>104</sup>. For at kunne sammenligne afkastene for kapitalfonden på tværs af strategierne er afkastet derfor justeret op, så det svarer til det afkast der var opnået under den samme gearingsmodel men med en investering på 30 mio. kr. i stedet for 15 mio. kr.. Som det ses, opnår kapitalfonden altså et betydeligt bedre afkast ved denne finansieringsmodel på trods af den øgede risiko. Det samme er dog ikke tilfældet for banken, hvilket der vendes tilbage til.

Betales selvfinansieringslånet ikke ud bliver udfaldet når der er succes (12,9;2,8;0,65) og når der ikke er succes (-10;-5;-0,5). Som ovenfor gælder dog, at kapitalfonden altid vil vælge at betale ud og udlodde midlerne, derfor bliver det forventede afkast for strategi 3:

$$Fa = P_{succes} \cdot a_{succes} + P_{failure} \cdot a_{failure} = (30,4;2,8;1,52) + (-10;-5;-0,5) = \mathbf{(20,4;-2,2;1,02)}.$$

Det forventede afkast for banken er negativt, hvilket betyder, at banken vil vælge at takke nej til at yde lånet på 50 mio. kr., da den ved, at kapitalfonden vil vælge at betale selvfinansieringslånet ud og udlodde, og den derfor vil forvente at tabe penge på aftalen.

Opsummeres der kort er de forventede afkast for de tre strategier således:

- Fa(Strategi 1) = **(16;0,91;0,8)**
- Fa(Strategi 2) = **(17,05;2,08;0,85)**
- Fa(Strategi 3) = **(20,4;-2,2;1,02)**

I strategi 1 og 2 er de forventede afkast positive for alle parter, derfor vil målselskabet sige ja til at yde selvfinansiering, banken vil yde lånet og opkøbet vil kunne gennemføres.

I Strategi 3 er kapitalfonden og målselskabets afkast betydeligt bedre end i de to øvrige strategier pga. den øgede gearing, Kapitalfonden vil derfor have interesse i at gennemføre denne strategi. Banken vil imidlertid spænde ben for strategi 3, som herved aldrig vil blive valgt, da banken vil afvise at yde lånet og spillet derved ender med resultatet (0;0;0). Det betyder, at kapitalfonden vil vælge strategi 2, der giver et marginalt bedre forventet afkast end strategi 1. Det skyldes, at de ekstra omkostninger der kan sættes i forbindelse med

---

<sup>104</sup> For nærmere forklaring af hvorfor en højere procentvis gearing resulterer i et højere procentvist afkast se denne afhandlings kapitel 2.

selvfinansiering opvejes af den bedre likviditet og derfor øgede sandsynlighed for succes. Dette viser, at selvfinansiering ved kapitalfondsopkøb formentlig vil kunne anvendes med fordel i en række handler. Dette resultat kan ikke generaliseres til at gælde for alle handler og fordelene ser ikke ud til at være så markant at selvfinansiering vil finde anvendelse i alle fremtidige aktieopkøb, men det illustrerer, at selvfinansiering vil kunne være et fornuftigt alternativ, når finansieringen for kapitalfondenes opkøb skal planlægges.

Som nævnt ovenfor giver strategi 3 et negativt forventet afkast for banken, der derfor vil afvise at yde kapitalfonden det ønskede lån. I praksis kan man forestille sig en finansieringsplan, hvor selvfinansiering både træder i stedet for en del af banklånet, og hvor kapitalfonden samtidig mindsker sin investering i mindre grad end illustreret ved strategi 3. Strategier mellem strategi 2 og 3 vil således måske kunne gennemføres med positive forventede udfald for alle deltagere. I praksis vil banken ligeledes kunne tage et risikotillæg i form af øgede låneomkostninger, en mulighed som ikke indgår i spillet ovenfor. Under ændrede forudsætninger er det altså muligt, at selvfinansiering kan komme til at betyde en øget anvendelse af gæld ved kapitalfondenes opkøb.

I det nuværende lånemarked, er det dog formentlig begrænset hvor høj risiko bankerne vil yde udlån under, pga. usikkerheden på kapitalmarkedet<sup>105</sup>. På sigt er det dog sandsynligt at selvfinansiering kan komme til at betyde at kapitalfondsopkøb lånefinansieres i højere grad.

#### **4.2 Samfundseffekten af kapitalfondenes anvendelse af de nye regler.**

Samfundseffekten af liberaliseringen af de nye regler vil afhænge af, hvordan reglerne vil blive anvendt i praksis. Herunder om selvfinansiering kan tænkes at føre til en højere gældsoptagelse ved finansiering af kapitalfondsopkøb. Herunder forsøges det belyst, hvordan de to anvendelsesformer vil kunne påvirke samfundet, og om det er realistisk i praksis, at selvfinansiering kan betyde en forøgelse af anvendelsen af fremmedfinansiering ved kapitalfondsopkøb i fremtiden.

---

<sup>105</sup> Nationalbankens udlånsundersøgelse. 4. Kvartal 2008. Rapporten viser markante stramninger og forventninger om yderligere fremtidige stramninger af udlånspolitikken i penge og real-kreditinstitutter, særligt for udlån til erhverv.

#### **4.2.1 Når selvfinansiering anvendes som substitut for anden fremmedfinansiering**

Som beskrevet tidligere forbedrer anvendelsen af selvfinansiering porteføljeselskabets balance, fordi porteføljeselskabet får et aktiv i form af kravet mod kapitalfonden, hvorimod midlerne, ved udlodning forsvinder definitivt ud af selskabet. Porteføljeselskabet modtager herudover renter på lånet. I realiteten vil disse renter dog blive betalt gennem udbytter fra porteføljeselskabet til kapitalfonden, hvilket ligeledes gælder for afdragene, da holdingselskabet, der ejer aktierne, ved kapitalfondsopkøb ikke har nogen drift, og derfor ingen indtægter udover udbytteudlodningerne fra porteføljeselskabet. Fordringen mod kapitalfonden vil derfor være et usikkert aktiv for selskabet. På trods heraf vil fordringen alligevel forbedre likviditeten i porteføljeselskabet. En anden fordel ved selvfinansiering, når dette sker som substitut for anden fremmedkapital, er at gælden, der skubbes ned i porteføljeselskabet ved debt push down, som regel vil være mindre end ellers. Derved bliver gælden i porteføljeselskabet mindre og en større del af selskabets midler bliver i selskabet, da det ikke er nødvendigt at udlodde ligeså store udbytter til at betale lånet ud i holdingselskabet. Dette resulterer samlet set i en mindre risikabel kapitalstruktur.

Når selvfinansiering kan bidrage til at skabe en mere hensigtsmæssig kapitalstruktur i porteføljeselskabet, fordi gældsoptagelsen alternativt bliver for høj kan en række fordele opnås herved.

Et problem der ses ved gældsfinansierede kapitalfondsopkøb er at den ændrede kapitalstruktur går hårdt ud over obligationsejerne i porteføljeselskabet. Dette skyldes, at porteføljeselskabets obligationer bliver behæftet med en øget risiko, når porteføljeselskabets likviditet falder efter overtagelsen. Dette medfører store kurstab på obligationerne, hvilket kan medføre tab, når obligationerne videresælges. Anvendelsen af selvfinansiering vil altså i nogen grad kunne beskytte mod store fald i kursen på obligationerne. Anvendelsen af selvfinansiering vil dog ikke betyde, at kursfald helt undgås, da der fortsat er og i mange tilfælde også bør ske ændringer i porteføljeselskabets kapitalstruktur. Efterhånden er der skabt en del opmærksomhed omkring problematik omkring de store kursfald på målselskabets obligationer, hvilket har betydet, at der i en del selskabers aftaler er blevet indført en såkaldt change of control-klausul, der sikrer, at obligationsejerne kan få deres obligationer indfriet til en fastsat kurs, såfremt ejerforholdene og kontrollen med det

udstedende selskab ændres. Dette forebygger kursfaldene, men betyder samtidig, at overtagelsen bliver dyrere for kapitalfonden fordi de er forpligtede til at indfri obligationerne til den fastsatte kurs. Tabet forsvinder således ikke, men flyttes i stedet til kapitalfonden.

I de tilfælde, hvor kapitalfonden som alternativ til selvfinansieringen ville planlægge en meget høj gældssætning af porteføljeselskabet gennem efterfinansiering, som det f.eks. var tilfældet i TDC sagen, hvor egenkapitalen set i forhold til den samlede aktivmasse, som nævnt tidligere, gik fra 47 % til 4 %, kan selvfinansiering betyde, at driftsforholdene for porteføljeselskabet kan forbedres ved, at kapitalstrukturen og selskabets likviditet forbedres. På baggrund heraf vil porteføljeselskabet have bedre muligheder for at opnå gode aftalevilkår med sine samarbejdspartnere og kreditorer.

En fornuftig kapitalstruktur uden en for høj gældsandel kan ligeledes være med til at forebygge konkurs og derved spare samfundet for de omkostninger, der følger heraf i form af nedlæggelse af arbejdspladser og tab af det overskud selskabet kunne have skabt fremover, såfremt virksomheden havde kunnet fortsætte sin drift. I de tilfælde, hvor selvfinansiering vil kunne bidrage hertil ved at forbedre kapitalstrukturen vil anvendelsen udgøre en fordel for samfundet.

Spillet ovenfor viste ligeledes, at alle deltagernes afkast blev forbedret som følge af anvendelsen af selvfinansiering som substitut for anden fremmedfinansiering. Dette skyldtes primært den mindskede risiko ved handlen. Viser dette sig at være i overensstemmelse med situationen i praksis, vil det betyde, at samfundet samlet set opnår en fordel ved at der skabes mere værdi. Dette kommer udover deltagerne i spillet også alle os andre til gode, da udbytter og afkast til kapitalfonden og investorer beskattes<sup>106</sup>, og således øger skatteindtægterne i forhold til den situation, hvor et opkøb efterfinansieres og afkastet er mindre. Herudover er pensionsselskaber ofte store investorer i kapitalfondes aktiviteter, hvilket betyder at øges afkastet på investeringen, kommer det alle pensionsselskabets kunder til gode.

---

<sup>106</sup> Er der optaget lån i holdingselskabet kan der være skattefradrag der modregnes i udbytteskatten. Der ses bort fra skatteunddragelse og spekulation. Det må formodes at investorer som ATP m.fl. om betaler skat af deres afkast.

Ændrer anvendelsen af selvfinansiering kapitalstrukturen markant, således at gældsandelen bliver meget lav og andelen af egenkapital høj, kan dette dog, som det vil blive beskrevet nærmere nedenfor, også blive en sovepude for ledelsen og resultere i dårligere driftsresultater for porteføljeselskabet. Dette er en af grundene til, at omlæggelse af kapitalstrukturen i porteføljeselskabet ofte indgår som en del af den strategiplan som kapitalfonden har lagt for selskabet inden opkøbet.

Der er flere grunde til, at gæld kan have en positiv effekt på porteføljeselskabets drift, hvilket er beskrevet nærmere i denne afhandlings kapitel 2 under afsnit 2.2.3.1. Først og fremmest anses gæld for at have en disciplinerende effekt på ledelsen<sup>107</sup>. En høj gæld i virksomheden skærper behovet for kontrol og øger fokus på virksomhedens drift og investeringers relevans. Effekten af en høj gældssætning er altså dels, at ledelsen tvinges til at stramme op på procedurer og arbejdsgange i virksomheden, hvorved der sker en effektivisering af virksomheden i sig selv. Herved opnås en række fordele på samfundsniveau. Herunder lavere omkostninger og derigennem bedre mulighed for at konkurrere på prisen og på produktkvaliteten, hvorved der opnås et øget forbrugeroverskud og øget producentoverskud. Ved selvfinansiering, hvor der opnås en mindre risikabel kapitalstruktur, kan det således frygtes at en del af disse fordele for samfundet fortabes.

Generelt for kapitalfondsopkøb gælder dog, at gælden vil være betydelig, og derfor skabe incitament for ledelsen, uanset at en mindre del af fremmedfinansieringen erstattes af selvfinansiering. Men det vil således ikke være en fordel at anvende for store selvfinansieringslån ved finansieringen, da dette vil betyde en markant mindre ændring i porteføljeselskabets kapitalstruktur, hvilket i mange tilfælde er en af de primære strategier kapitalfonden har for virksomheden. Det vil derfor næppe i praksis forekomme, at selvfinansiering udgør store dele af fremmedfinansieringen ved kapitalfondsopkøb.

Tages der udgangspunkt i den nuværende situation. Udgør fremmedkapitalen, som nævnt, ud fra de empiriske data ca. 70 %. Hvis der i denne situation anvendes selvfinansiering for en del af gælden, vil det betyde, at likviditeten bliver bedre i porteføljeselskabet, hvorved konkursrisikoen falder en smule. Det forventes ikke at anvendelsen af selvfinansiering, som substitut for fremmedfinansiering, vil mindske den disciplinerende effekt på porteføljeselskabets ledelse på baggrund af ændringerne i kapitalstrukturen. Dette skyldes, at

---

<sup>107</sup> M. Jensen (1989), side 12 og 24.

anvendelsen af selvfinansiering ikke giver selskabets ledelse den buffer som frie reserver udgør, idet midlerne vil være udlånt, og kun betales tilbage med de udbytter, der løbende udloddes fra porteføljeselskabet. Det udestående lån vil altså ikke på samme måde som frie reserver udgøre en sovepude for ledelsen, da pengene ikke umiddelbart er tilgængelige for selskabet. Den demotiverende effekt af den forbedrede likviditet vil derfor formentlig ikke være i samme størrelsesorden, som det ellers ville være tilfældet uden anvendelse af selvfinansiering og ved samme likviditet. Er der anvendt selvfinansiering ser det bedre ud på balancen, men reelt er likviditeten i selskabet ikke markant forbedret. På denne baggrund kan det forventes, at faldet i kapitalfondens afkast tilsvarende vil være mindre end den situation, hvor midlerne i stedet ligger i selskabet som frie reserver. Herudover vil der, såfremt selvfinansieringen blot udgør en mindre del af fremmedfinansieringen, stadig være betydelig gæld i selskabet og ingen eller få frie reserver. Det forventes på denne baggrund ikke, at afkastet vil blive mindre som følge af ændringer i kapitalstrukturen.

Til sidst skal nævnes den negative effekt selvfinansiering vil få for fortsættende minoritetsaktionærer i porteføljeselskabet. Problematikken er nærmere beskrevet i afhandlingens kapitel 3, afsnit 3.3.1. Effekten er svært beregnelig, men bør inddrages, da beskyttelsen af minoritetsaktionærer er et centralt emne i selskabsretten og et af formålene med lovgivningen. Det er derfor betydeligt, at forholdene for denne gruppe forringes. Minoritetsaktionærerne pålægges en øget risiko i forbindelse med selvfinansieringen, som de ikke umiddelbart kompenseres for. Beslutningen om selvfinansieringen vil dog være officiel, hvilket giver minoritetsaktionærerne mulighed for at beslutte, om de vil sælge deres aktier ved opkøbet. Vælger de at fortsætte, vil de som kapitalfonden på længere sigt kunne opnå et bedre afkast end uden selvfinansiering som følge af senere udbytteudlodninger og øget værdi på aktien på sigt. Minoritetsaktionærerne vil således også have en interesse i at likviditeten i porteføljeselskabet forbedres i forhold til hvis købet udelukkende var blevet efterfinansieret. På denne baggrund vurderes det at minoritetsaktionærerne ikke stilles betydeligt ringere end ved et opkøb der udelukkende efterfinansieres, hvorfor effekten på samfundsniveau ikke påvirkes betydeligt i negativ retning.

Afslutningsvist kan det konkluderes, at selvfinansiering anvendt som substitut for anden fremmedfinansiering og kun som en mindre del heraf, formentlig ikke vil bringe de store ændringer med sig, hverken for kapitalfondenes afkast eller for samfundet. Det forventes

dog, at der vil være en positiv effekt i kraft af den bedre likviditet i porteføljeselskabet, den mindskede konkursrisiko og det herved forbedrede afkast.

#### 4.2.2 Når selvfinansiering anvendes som substitut for egenfinansiering

Som det fremgår af spillet ovenfor, opnår kapitalfonden det bedste afkast på opkøbet ved at anvende selvfinansiering som substitut egenfinansiering. Dette skyldes, at kapitalfonden på denne måde kan opnå et bedre procentvist afkast på sin investering, og at selvfinansiering ikke har samme negative indflydelse på porteføljeselskabets egenkapital. Risikoen stiger dog betydeligt herved, om end det ikke er i samme grad, som havde kapitalfonden øget fremmedfinansieringen ved at øge lånene hos de eksterne kreditorer, herunder banken.

Ovenfor i afsnit 4.1,2 viste spillet, at banken ville afslå at yde lånet under strategi 3, hvor selvfinansieringen trådte i stedet for egenfinansiering. I praksis kan det tænkes, at banken i spillets strategi 3 alligevel vil yde lånet, såfremt kapitalfonden betaler en risikopræmie for den øgede risiko ved at øge fremmedkapitalen. Antages det således, at banken i stedet kræver en rente på 15 %, bliver dens afkast ved strategi 3 således ved succes:

$$(r \cdot \text{lånets hovedstol}) \cdot P_{\text{succes}} = (0,15 \cdot 50 \text{ mio.kr.}) \cdot 0,8 = 6 \text{ mio.kr.}$$

Ved failure bliver tabet på:

$$(-\text{hovedstol} \cdot 0,5) \cdot P_{\text{failure}} = (50 \cdot 0,5) \cdot 0,2 = -5 \text{ mio.kr.}$$

Samlet bliver bankens forventede afkast af strategi 3 med tillæg af risikopræmie på:

$$F_a = a_{\text{succes}} \cdot P_{\text{succes}} + a_{\text{failure}} \cdot P_{\text{failure}} = 6 \text{ mio.kr.} - 5 \text{ mio.kr.} = 1 \text{ mio.kr.}$$

Banken vil altså under disse omstændigheder vælge at bevilge lånet. Kapitalfondens afkast mindskes dog med størrelsen af risikopræmien. Forskellen i låneomkostninger, når der regnes risikopræmie ind er således 4 mio. kr.<sup>108</sup>. Hvormed kapitalfondens afkast mindskes med det dobbelte, når der tages højde for investeringens størrelse som beskrevet ovenfor i

---

<sup>108</sup> Låneomkostningerne før risikopræmien var således uden risikotillæg 7% af 50 mio.kr. = 3,5 mio. kr., mens låneomkostningerne med risikotillæg er 15% af 50 mio. kr. = 7,5 mio. kr. Låneomkostningerne øges således med 4 mio. kr.

forbindelse med spillet. Kapitalfonden vil på baggrund heraf nu vælge strategi 2 frem for 3, da den herved opnår det bedste afkast.

Det skal i denne forbindelse understreges, at strategi 3 er udtryk for en markant stigning i fremmedfinansieringen og således et tilsvarende markant fald i egenfinansieringen. I praksis vil selvfinansiering næppe føre til, at kapitalfondene øger andelen af fremmedfinansieringen ved deres opkøb så markant, som det er tilfældet under strategi 3 ovenfor. Men selvfinansiering vil måske kunne betyde, at der sker en mindre stigning, der vil øge kapitalfondenes afkast moderat, men samtidig ikke vil øge risikoen i en sådan grad, at banken ikke vil yde lånet til opkøbsfinansieringen.

Ser man på de empiriske undersøgelser af fremmedfinansieringen ved kapitalfondsopkøb fremgår det, at der er markant forskel på niveauet, når man ser på de to bølger, der kendetegner kapitalfondenes opkøbsaktivitet. Kaplan og Strömberg beskriver udviklingen af gælds niveauet på baggrund af empiriske data fra de to bølger, hvoraf det ses, at gældsfinansieringen i den første bølge af kapitalfondsopkøb, der foregik i årene fra 1982-1989 lå relativt stabilt på 85-90 %, mens gældsfinansieringen i anden bølge fra 1997-2006 lå på ca. 70 %<sup>109</sup>.

Kaplan og Strömberg finder overraskende, at indtjeningen i porteføljeselskaberne var højere i anden bølge under den lave gældsandel end i den første bølge, hvor gældsfinansieringen var højere. Dette indikerer, at en meget høj gældsfinansiering trods alt har sin pris. At indtjeningen er højere skyldes formentlig, dels at risikoen har været betydelig højere i første bølge, og der har været flere konkurser blandt porteføljeselskaberne, og dels at kapitalfondenes metoder er blevet mere sofistikerede end under den første opkøbs-bølge, hvor markedet for kapitalfondene stadig var relativt nyt. I anden bølge er det således blevet mere almindeligt for kapitalfondene at specialisere sig i bestemte brancher og udnytte branchekendskab til at øge indtjeningen i sine porteføljeselskaber<sup>110</sup>.

Det er interessant, at Kaplan og Strömberg finder, at den høje gældsfinansiering i første bølge ikke forbedrer afkastet. De empiriske data i undersøgelsen foretaget af Guo et al tyder

---

<sup>109</sup> Kaplan og Strömberg (2008), side 19.

<sup>110</sup> Kaplan og Strömberg (2008), side 19-20. Undersøgelsen omfatter kun store public.to-private buy outs i U.S.A, men giver en indikation af finansieringen og betydningen heraf i de to bølger.



på, at afkastet stiger i takt med, at gældsfinansieringen øges. Og underbygger teorierne om, at gæld i selskabet skaber en mere efficient drift af selskabet.<sup>111</sup>

Disse modstridende resultater kan skyldes flere ting. Først og fremmest er der formentlig tale om mindre udsving i gælden i den nyere bølge og generelt ikke om niveauer som dem kapitalfondene anvendte i den første bølge. Afkastet påvirkes under den første bølge således mere af den høje risiko for konkurs. Empiriske data understøtter at der i den første bølge har været en højere konkursprocent<sup>112</sup>, der formentlig har påvirket det gennemsnitlige afkast. Tallene kan tolkes således, at moderate stigninger i fremmedfinansieringen vil kunne generere bedre afkast, men at der er en grænse, hvor den øgede risiko resulterer i lavere afkast. En del af det bedre afkast i anden bølge kan som nævnt skyldes andre faktorer som kapitalfondenes mere sofistikerede opkøbsstil.

Ovenstående tyder på, at det handler om at finde den rigtige balance ved opkøbet. Andelen af fremmedfinansiering må således hverken være for høj eller lav. En højere gæld vil altså ikke være entydigt med et bedre afkast.

Kaplan og Strömbergs<sup>113</sup> analyse af de empiriske data for de to bølger indikerer, at gældsniveauet i kapitalfondenes virksomhedsopkøb følger udviklingen i låneomkostningerne således, at gældsfinansieringen stiger i de perioder, hvor låneomkostningerne er lave, og at gældsfinansieringen derimod falder, når låneomkostningerne stiger. Dette giver god mening, fordi fordelene ved gældsfinansiering i forhold til kapitalfondens egenfinansiering naturligvis stiger desto lavere låneomkostningerne er på fremmedkapitalen. I perioder, hvor låneforholdene således er gunstige, kan det bedre betale sig med en høj anvendelse af fremmedfinansiering.

På baggrund heraf mener Kaplan og Strömberg<sup>114</sup>, at det i fremtiden vil blive sværere for kapitalfondene at skaffe billig fremmedkapital til finansieringen af deres opkøb, hvorfor gældsfinansieringen vil falde, hvilket vil mindske kapitalfondens afkast på sine investeringer. På baggrund heraf vil man kunne forestille sig, at kapitalfondene vil have gavn af de nye regler for selvfinansiering. I tilfælde hvor de har svært ved at skaffe tilstrækkelig fremmedkapital til deres opkøb, vil de kunne anmode målselskabet om lån i

---

<sup>111</sup> Guo et al. (2009) side 4.

<sup>112</sup> Kaplan og Strömberg (2008), side 9. 23 % for public-to-private transaktioner.

<sup>113</sup> S. Kaplan og P. Strömberg (2008), side 20.

<sup>114</sup> Kaplan & Strömberg (2008), side 24.

dets midler som supplement, og derved opnå den ønskede fremmedkapital set i forhold til sin egen investering. Kapitalfonden vil således, som det fremgår i strategi 3 i spillet ovenfor, øge fremmedfinansieringen i forhold til, hvad der alternativt ville kunne lade sig gøre, men uden at gældsniveauet blev så højt som eksemplet i spillet. På denne måde ville kapitalfonden opnå mulighed for et bedre afkast end det alternativt ville være muligt pga. manglende fremmedkapital til rådighed på markedet, uden at risikoen ved opkøbet blev for høj til at banken vil yde deres del af finansieringen, som det sås i strategi 3. Man kan forestille sig en situation, hvor kapitalfonden pga. markedsforholdene, kun kan skaffe en fremmedkapital der svarer til 40 % af opkøbssummen. I så fald skal de selv lægge 60 %, hvilket mindsker kapitalfondens muligheder for afkast betydeligt i forhold til situationen i spillets strategi 1, hvor kapitalfonden investerede 30 %. I denne situation vil kapitalfonden nu have mulighed for at anmode målselskabet om lån til finansiering, således at den samlede fremmedkapital igen kan komme op på 70 %, og kapitalfonden derved forbedrer sit afkast i forhold til hvad de kunne opnå uden selvfinansiering. På den måde kan man sige, at reglerne for selvfinansiering kommer på et for kapitalfondene belejligt tidspunkt, idet de nuværende forhold på finansmarkedet<sup>115</sup> gør det vanskeligt for dem at optage lån og rejse fremmedkapital nok til finansieringen af deres opkøb. Selvfinansieringen kan være med til at løse dette problem, hvilket sandsynligvis vil være en fordel for samfundet, idet gode afkastgenererende projekter ikke går tabt som følge af manglende finansieringsmuligheder.

Finanskrisen og de dårlige muligheder for at skaffe fremmedfinansiering taget i betragtning vil anvendelsen af fremmedfinansiering ved kapitalfondes opkøb nok ikke stige, men dette kan på sigt tænkes at blive en konsekvens af ophævelsen af selvfinansieringsforbuddet. Ser man på situationen på markedet lige nu, kan muligheden for selvfinansiering bidrage til, at anvendelsen af fremmedfinansiering ikke vil falde i forhold til det nuværende niveau, da kapitalfonden vil have lettere adgang til at optage lån. Lånene skal dog stadig være på markedsvilkår.

Bliver en øget anvendelse af fremmedfinansiering på sigt en konsekvens, således at fremmedfinansieringen igen stiger til 80-90 %, vil dette have en negativ effekt for

---

<sup>115</sup> Nationalbankens udlånsundersøgelse. 4. Kvartal 2008. Rapporten viser markante stramninger og forventninger om yderligere fremtidige stramninger af udlånspolitikken i penge og real-kreditinstitutter, særligt for udlån til erhverv.

samfundet. Dette skyldes det øgede antal konkurser, tab af arbejdspladser og tabet af ellers gode virksomheder, der måske under andre finansielle vilkår ville kunne drives med overskud. Spillet i afsnit 4.1.2, tyder ikke på, at kapitalfondens risikjusterede afkast bliver markant forbedret, sammenholdt med de negative følger der vil være for samfundet herved. Det er således ikke ønskeligt, at praksis på området udvikler sig i denne retning.

### **4.3 Delkonklusion**

Sammenfattende forventes det, på baggrund af spillet og analysen, at kapitalfondene vil anvende selvfinansiering i nogle opkøbssituationer fremover, primært som substitut for anden fremmedfinansiering. Selvfinansiering vil særligt være en fordel under de nuværende forhold på finansmarkedet, hvor kapitalfondene kan have svært ved at skaffe billig fremmedkapital nok til deres opkøb. Kommer selvfinansiering således til at betyde at gode handler kan gennemføres trods de svære låneforhold, vil dette være en fordel for samfundet.

## **Kapitel 5: Konklusion**

Kapitalfondene er kendetegnet ved at anvende en høj gældsandel ved deres virksomhedsopkøb, hvorefter en stor del af gælden skubbes ned i selskabet gennem debt push down. Den øgede gæld i porteføljeselskabet og den mere risikable kapitalstruktur dette resulterer i, er en del af kapitalfondens plan for at øge indtjeningen i selskabet i løbet af ejertiden.

Den nye selskabslov betyder, at der sker en liberalisering af selvfinansieringsforbuddet. Det bliver således efter lovens ikrafttrædelse muligt, for kapitalfonde at finansiere sine opkøb gennem lån eller sikkerhed i målselskabets eller ved at dette stiller sine midler til rådighed for kapitalfonden. For at selvfinansieringen er lovlig skal en række betingelser dog overholdes. Disse betingelser er mere byrdefulde for selskabet end de tilsvarende krav, der gælder, når kapitalfonde efterfinansierer deres erhvervelser gennem ekstraordinære udbytteudlodninger. Der er dog også fordele ved at anvende selvfinansiering, der kan tænkes at opveje ulemperne. F.eks. forbedres målselskabets likviditet ved anvendelsen af selvfinansiering og kapitalfonden kan få lettere ved at rejse ekstern kapital.

I nærværende afhandling er der opstillet et spil, over kapitalfondenes finansieringsmuligheder med og uden selvfinansiering. Spillet indikerer, at selvfinansiering vil kunne udgøre en fordel, ikke kun for kapitalfonden men ligeledes for kreditorerne, når selvfinansieringen træder i stedet for en del af fremmedfinansieringen. Der er dog tale om et marginalt forbedret afkast herved, hvorfor det er usikkert, hvor stor anvendelse selvfinansiering vil få i praksis. Formentlig vil selvfinansiering finde god anvendelse ved nogle opkøb, mens det i andre tilfælde ikke vil blive anvendt. Det vurderes, at anvendelsen af selvfinansiering som substitut for anden fremmedfinansiering vil have en positiv effekt på samfundet, uden at der dog vil være tale om nogen markant ændring.

Spillet viser samtidig, at kapitalfonden vil opnå det bedste afkast, når selvfinansieringen træder i stedet for en del af kapitalfondens egenfinansiering, således at den samlede fremmedfinansiering øges. Denne finansieringsstrategi vil dog ikke kunne gennemføres, da banken ikke vil yde lånet. Såfremt der pålægges risikotillæg er strategien ikke længere favorabel for kapitalfonden, hvorfor strategien ikke bliver valgt.

Det kan dog ikke afvises, at der vil være tilfælde i praksis, hvor både banken og kapitalfonden vil have interesse i en sådan finansieringskonstruktion. Under de nuværende markedsforhold forventes dette dog ikke at blive tilfældet, da bankerne er tilbageholdende med at yde udlån. Men fører muligheden for selvfinansiering på sigt til, at fremmedfinansieringen ved opkøbene øges, kan dette have en række negative konsekvenser på grund af den øgede risiko herved. Spillet tyder dog ikke på, at en sådan anvendelse af selvfinansiering vil være det overordnede billede, men at der kan være få opkøb, hvor dette måske vil blive tilfældet, da afkastet ikke ser ud til at øges markant i forhold til de øvrige strategier. Dette understøttes af Kaplan og Strömbergs resultater der viser et lavere afkast under den første bølge, hvor fremmedfinansieringen ved kapitalfondens opkøb var højere end nu.

Sammenfattende vurderes det således, at selvfinansiering vil blive anvendt moderat som alternativ til efterfinansiering, og at dette vil få en let positiv effekt på samfundet. Under de nuværende markedsvilkår vil selvfinansiering kunne gøre det lettere at skaffe fremmedkapital til kapitalfondenes opkøb, hvilket vil være en fordel, da dette kan afholde markedet fra at gå i stå, hvorved gode, afkastgenererende projekter fortsat kan igangsættes.

## **Kapitel 6: Perspektivering**

Fokus for denne afhandling har været ændringen af selvfinansieringsforbuddet og betydningen heraf for kapitalfondens finansiering af sine virksomhedsopkøb.

Af hensyn afhandlingens omfang har det været nødvendigt udelukkende at fokusere på de selskabsretlige konsekvenser af selvfinansiering. Det kunne være interessant i forlængelse heraf at se på, hvad liberaliseringen af forbuddet vil få af skattemæssige konsekvenser, samt at belyse de nærmere regnskabsmæssige konsekvenser herved.

Herudover kunne det være interessant at lave en mere detaljeret analyse af hvad selvfinansiering vil betyde for finansieringen af kapitalfondsopkøb. I denne afhandling er finansieringen behandlet simplificeret. I praksis kunne det være interessant at afdække, hvilke konsekvenser anvendelsen af selvfinansiering vil få for valget af underliggende finansieringskilder. Vil sammensætningen af hhv. senior og mezzaninlån ændre sig, og vil andelen af højrisiko lånetyper som PIK-lån mindskes. Er det muligt, at kapitalfonden herigennem vil kunne opnå besparelser på låneoptagelsen ved sine opkøb? Det kunne således være interessant nærmere at undersøge, hvilke konsekvenser selvfinansiering kan få for låneomkostningerne ved opkøbet.

Et andet område, der kunne være interessant at rette fokus imod i forlængelse af denne afhandling er investorernes interesse i selvfinansiering og betydningen heraf for fremtidige investeringer og størrelsen heraf. Vil investorerne have samme interesse i, at selvfinansiering anvendes som en del af opkøbsfinansieringen, og vil de kunne påvirke kapitalfondens valg gennem størrelsen af deres investering. Kan man evt. forestille sig, at investorerne vil mindske deres investering i kapitalfondene pga. anvendelsen af selvfinansiering. Evt. pga. at udlodningerne og derved tilbagebetalingen af deres afkast sker senere, og derved bliver mere usikkert. Kan man på baggrund heraf forestille sig, at kapitalfonden på grund af de mindskede investeringer netop vil have incitament til at anvende selvfinansiering for at blive i stand til at opkøbe de virksomheder med størst potentiale, og at parterne derved kan ende i en prisoners dilemma situation?

Det kan alt andet lige være interessant at belyse de problemstillinger der kan opstå internt i kapitalfonden, mellem investorer og managementselskab, og hvilken indflydelse dette kan have på valget af selvfinansiering.

# LITTERATUR

## Bøger:

- Andersen, Anders Nyboe; Melander, Morten; ”Fra Boss til leveraged buyouts – en kapitalmarkedsretlig analyse”, ISBN: 978-87-619-1823-9, Forlaget Thomson, 1. Udgave, 1. Oplag, 2007 [Andersen og Melander (2007)]
- Bunch, Lars; Rosenberg, Ida; Sneholt, Lone; ”A/S-loven med kommentarer”, ISBN: 978-87-619-1825-3, 7. Udgave, 2007, Forlaget Thomson. [Lars Bunch, Ida Rosenberg og Lone Sneholt (2007)]
- Cendrovski, Harry; P. Martin, James; W. Petro, Louis; A. Wadecki, Adam; Private Equity – History, Governance, and Operations, ISBN: 978-0-470-17846-1, John Wiley & Sons, Inc., 2008 [Cendrovski, Martin, Petro & Wadecki (2008)]
- Christensen, Jan Schans; ”Contested Takeovers in Danish law – a comparative analysis based on a law and economics approach”; ISBN: 87-12-02114-8, GEC Gads Forlag, Copenhagen 1991. [Jan Schans Christensen (1991)]
- Fraser-Sampson, Guy; Private equity as an asset class, ISBN: 978-0-470-06645-4, John Wiley & Sons, Ltd, 2007 [G. Fraser-Sampson (2007)]
- Gardner, Roy; ”Games for business and economics”, ISBN: 0-471-31150-2, John Wiley & Sons Inc., 1995 [R. Gardner (1995)]
- Neville, Mette; Engsig Sørensen, Karsten, m.fl., Den Nye Selskabslov, ISBN: 978-87-574-2112-5, Jurist- og økonomforbundets Forlag, 1. Oplag, 1. Udgave, 2009 [M. Neville & K. E. Sørensen (2009)]
- Rasmussen, Poul Nyrup; I grådighedens tid – Kapitalfonde og kasinoøkonomi; ISBN: 978-87-7514-162-3, Informations Forlag, 3. Oplag, 1. Udgave, 2007 [P. N. Rasmussen (2007)]
- Skjerbek, Søren; ”Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten”, ISBN: 978-87-619-2501-5, Thomson Reuters Professional A/S, København 2009. [Skjerbek (2009)]
- Spliid, Robert; Kapitalfonde – Rå pengemagt eller aktivt ejerskab, ISBN: 978-87-7664-206-8, Børsens forlag, 1. Oplag, 1. Udgave, 2007 [R. Spliid (2007)]



- Watson, Joel, "Strategy – An introduction to game theory", ISBN: 0-393-97648-3, W. W. Norton, 2002. [J. Watson (2002)]
- Werlauff, Erik; Selskabsret, ISBN: 87-619-1530-0, Forlaget Thomson, 6. Udgave, 2006 [E. Werlauff (2006)]
- Werlauff, Erik; Schaumburg-Müller, Peer; Werlauffs kommenterede aktieselskabslov, ISBN: 978-87-574-1351-9, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 3. Udgave, 2008 [P. Schaumburg-Müller & E. Werlauff (2008)]
- Werlauff, Erik; Guldbæk Larsen, Luise, Riskjær Larsen, Dorte; "Aktietilbagekøb & Selvfinansierede aktiekøb – Muligheder og faldgruber", ISBN: 978-87-13-05006-2, Gjellerup, 2010 [E. Werlauff m.fl. (2010)]

### **Artikler:**

- Guo, Shourun; Hotchkiss, Edith S.; Song, Weihong; "Do buyouts (still) create value?", August 2009 [Guo et al. (2009)]
- Illum, Mads; Andersen, Bjørn Krogh; "Akkvisitionsfinansiering - herunder debt push down i et selskabsretligt perspektiv", Erhvervsjuridisk Tidsskrift 1/2007, side 4-14, Forlaget Thomson [M. Illum og B. Krogh Andersen, erhvervsjuridisk Tidsskrift 1/2007]
- Jensen, Michael C., "Eclipse of public Corporation", Harvard Business Review, September-October 1989 [M. Jensen (1989)]
- Kaplan, Steven N.; Strömberg, Per; "Leveraged Buyouts and Private Equity", Journal of Economic Perspectives – Volume 22, Number 4, Season 2008, [Kaplan & Strömberg (2008)]
- Melander, Morten; "Liberalisering af selvfinansieringsforbuddet i ASL § 115, stk. 2?", Erhvervsjuridisk Tidsskrift 3/2007, side 175-184, Forlaget Thomson A/S [M. Melander Erhvervsjuridisk Tidsskrift 3/2007]
- Werlauff, Erik; "Efterfinansierede aktiekøb - lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv.", U.2001B381, Ugeskrift for Retsvæsen, Forlaget Thomson Reuters Professional A/S, 2001, [Erik Werlauff, U.2001B381]

- Werlauff, Erik; “Selvfinansieringsforbud contra lex specialis”, U.2006B365, Ugeskrift for Retsvæsen, Forlaget Thomson Reuters Professional A/S, 2006, [Erik Werlauff, U.2006B365]

### **Betænkninger:**

- Betænkning nr. 362/1964 om revision af aktieselskabslovgivningen, Handelsministeriet, J.H. Schultz A/S
- Betænkning nr. 540/1969 om en fællesnordisk aktielovgivning, Handelsministeriet, J.H. Schultz A/S
- Betænkning nr. 690/1973 om Sammenslutningen af Boss of Scandinavia, Handelsministeriet, Statens Trykningskontor
- Betænkning 1498/2008 om Modernisering af Selskabsretten, Økonomi- og Erhvervsministeriet, ISBN: 978-87-786-2289-1, Schultz Distribution, 2008.

### **Domme:**

- U.2006.145H, Procuritas, Højesteretsdom af 7/10 2005 i sagerne 229/2004 og 305/2004
- U.1999.1429V/TfK1999.10, Vestre Landsrets Kendelse af 6/5 1999 (S-1398-98)
- Østre Landsrets dom af 17. juni 2004, J.nr. B-1398-98, Digidan Aps, SKM.2005.342.ØLROE, TfS 2004, 623OE

### **Andet:**

- Nationalbankens udlånsundersøgelse 4. Kvartal 2008. Udgivelsesdato: 13/1 2009.  
<http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/NU20090113Nyt!opendocument>
- ”Notat om første fase af selskabslovens ikrafttræden”, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, [www.eogs.dk](http://www.eogs.dk)

## Bilag 1 – Forkortelser og definitioner

**a:** Afkast

**Akkvisitionsselskab:** Et holdingselskab oprettet under kapitalfonden med det formål at erhverve aktierne i målselskabet. Som regel vil der være tale om et aktie- eller anpartsselskab.

**ASL:** Aktieselskabsloven

**Buy-Out Fond:** Se ”Kapitalfond”

**EK:** Egenkapital

**Fa:** Forventet afkast

**Investor:** Med investor menes kommanditisterne, altså de deltagere der er begrænset ansvarlige i kommanditselskabet.

**Kapitalfond:** Kapitalfonde opdeles ofte i to typer. Venturefonde og Buyout-fonde. Venture fondene investerer i lovende, ofte nystartede virksomheder uden store værdier i faste aktiver. Ofte kan disse virksomheder ikke få bevilget lån i bankerne på grund af den høje risiko. Venturefondene anses af de fleste for at have en gavnlig samfundseffekt.

Buyout-fondene kritiseres ofte for det modsatte. De investerer i modne virksomheder med et højt cash flow og stor værdi i faste aktiver. Ofte med en lav gældsprocent. Buyout-fondene opkøber virksomheder, effektiviserer deres struktur og skærer ned på omkostningerne. Der er stor uenighed om hvorvidt Buyout-fondenes fremgangsmåde har skadelige eller positive virkninger for samfundet.

I denne opgave vil der blive set isoleret på buyout-fondene, da det som nævnt er disse fonde der er kilde til mest debat. Det er ligeledes i udpræget grad denne type fond, der benytter sig af en høj grad af gældsfinansiering ved sine opkøb og herigennem trækker kapital ud af den opkøbte virksomhed.

**Kommanditselskab:** Et kommanditselskab består af en komplementar, der kan holdes ansvarlig for selskabets tab og en eller flere kommanditister, der er begrænset ansvarlige med deres indskud i selskabet.

Kommanditselskabet er skattemæssigt transparent, hvilket betyder at selskabet ikke har sin egen selvangivelse og ikke beskattes. Beskatning sker i stedet hos de enkelte selskabsdeltagerne.

**Managementselskab:** Den ansvarlige partner i kommanditselskabet. Den part i kapitalfonden der spiller den aktive rolle i investeringerne. De foretager opkøbene, effektiviserer og omstrukturerer de opkøbte virksomheder. De skaber med andre ord afkastet på investorernes investeringer. Managementselskabet aflønnes ved den såkaldte management-fee på ca. 2 % og derudover ved carried interest (carry), ofte på omkring 10-20 %.

**Moral Hazard:** Det problem der opstår imellem principalen og agenten, når agenten skal varetage principalens interesser, og agentens handlinger påvirker principalens afkast. Agenten kan have incitament til at ”snyde” i forhold til kontrakten pga. informationsasymmetri mellem parterne, hvorfor principalens afkast påvirkes negativt.

**Målselskab:** Se ”Porteføljeselskaber”.

**P:** Sandsynlighed

**Porteføljeselskaber:** De af kapitalfonden opkøbte virksomheder. Betegnes også target- eller målselskab i processen for opkøbet. Der er altså tale om de virksomheder som kapitalfonden investerer i og forsøger at skabe afkast på.

**Principal Agent Teori:** Teorien omhandler forholdet mellem en principal og hans agent. Der er tale om forholdet mellem en over- og underordnet, hvor principalen ønsker et stykke arbejde udført af agenten. Teorien beskriver således de problemer der opstår som følge af parternes afvigende interesser, samt informationsasymmetrien mellem parterne. Principalen vil så vidt muligt prøve at sikre sig mod disse problemer i kontrakten gennem forskellige virkemidler såsom risikodeling og incitamentsafklønning.

**SL:** Selskabsloven

**Substansoverdragelse:** Der er to måder hvorpå en virksomhed kan overdrages. Den enkleste metode er ved en aktieoverdragelse, hvor virksomhedens aktier opkøbes. Alternativet er, en substansoverdragelse, hvor alle eller en del af selskabets aktiver overdrages fra Sælger til Køber, dette kræver dog værdiansættelse af de enkelte aktiver og er en tidskrævende proces.

## Bilag 2 – Beregninger af spillets forventede afkast

### Strategi 1:

$$P_{\text{succes}} = 0,9 \text{ og } P_{\text{failure}} = 0,1$$

**Når Move of Nature (N) bliver succes:**

#### Intet lån:

Alle deltagere får at afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

#### Lån + DPD:

Kapitalfond, K:

$$20 \text{ mio. kr.} \cdot 0,9 = 18 \text{ mio. kr.}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = 0,07 \cdot 70 = 4,9 \text{ mio.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,9 \cdot 4,9 \text{ mio. kr.} = 4,41 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$20 \text{ mio. kr.} \cdot (1/20) \cdot 0,9 = 1 \text{ mio. kr.} \cdot 0,9 = 0,9 \text{ mio. kr.}$$

**Når Move of Nature (N) bliver failure:**

#### Intet lån:

Alle deltagere får at afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

#### Lån + DPD:

Kapitalfond, K:

$$(2/3) \cdot -30 \cdot 0,1 = -20 \cdot 0,1 = -2 \text{ mio. kr.}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = -0,5 \cdot 70 = -35 \text{ mio.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,1 \cdot -35 \text{ mio. kr.} = -3,5 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$-2 \cdot (1/20) = -0,1 \text{ mio. kr.}$$

## **Strategi 2:**

$$P_{\text{succes}} = 0,95 \text{ og } P_{\text{failure}} = 0,05$$

**Når Move of Nature (N) bliver succes:**

### **Nej til selvfinansiering (SF):**

Alle deltagere får at afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

### **Ja til SF, men intet lån:**

Alle deltagere får at afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

### **SF+ Lån + DPD + SF betales ud og udloddes:**

Kapitalfond, K:

$$\text{Forventet afkast: } 19 \text{ mio. kr.} \cdot 0,95 = 18,05 \text{ mio. kr.}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = 0,07 \cdot 50 = 3,5 \text{ mio. kr.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,95 \cdot 3,5 = 3,325 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$\text{Forventet afkast: } 19 \text{ mio. kr.} \cdot (1/20) \cdot 0,95 = 0,95 \cdot 0,95 = 0,9025 \text{ mio. kr.}$$

**SF+ Lån + DPD + SF betales ikke ud:**

Kapitalfond, K:

$$\text{Forventet afkast} = 0,95 \cdot 19 \text{ mio. kr.} - 0,25 \cdot 20 = 18,05 - 5 = 13,05 \text{ mio. kr.}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = 0,07 \cdot 50 = 3,5 \text{ mio. kr.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,95 \cdot 3,5 = 3,325 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$\text{Forventet afkast} = 13,05 \cdot (1/20) = 0,6525 \text{ mio. kr.}$$

**Når Move of Nature (N) bliver failure:**

**Nej til selvfinansiering (SF):**

Alle deltagere får et afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

**Ja til SF, men intet lån:**

Alle deltagere får et afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

**SF+ Lån + DPD + SF betales ud og udloddes:**

Kapitalfond, K:

$$\text{Forventet afkast} = -30 \cdot (2/3) \cdot 0,05 = -20 \cdot 0,05 = -1 \text{ mio. kr.}$$



Banken, B:

$$\text{Afkast} = -0,5 \cdot 50 = -25 \text{ mio.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,05 \cdot -25 \text{ mio. kr.} = -1,25 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$\text{Forventet afkast} = -1 \cdot (1/20) = -0,05 \text{ mio. kr.}$$

**SF+ Lån + DPD + SF betales ikke ud:**

Kapitalfond, K:

$$\text{Forventet afkast} = -30 \cdot (2/3) \cdot 0,05 = -20 \cdot 0,05 = -1 \text{ mio. kr.}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = -0,5 \cdot 50 = -25 \text{ mio.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,05 \cdot -25 \text{ mio. kr.} = -1,25 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$\text{Forventet afkast} = -1 \cdot (1/20) = -0,05 \text{ mio. kr.}$$

**Strategi 3:**

$$P_{\text{succes}} = 0,8 \text{ og } P_{\text{failure}} = 0,2$$

**Når Move of Nature (N) bliver succes:**

**Nej til selvfinansiering (SF):**

Alle deltagere får at afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

**Ja til SF, men intet lån:**

Alle deltagere får at afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

**SF+ Lån + DPD + SF betales ud og udloddes:**

Kapitalfond, K:

$$\text{Forventet afkast} = 19 \cdot 0,8 \cdot 2 = 15,2 \cdot 2 = 30,4 \text{ mio. kr.}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = 0,07 \cdot 50 = 3,5 \text{ mio. kr.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,8 \cdot 3,5 = 2,8 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$30,4 \cdot (1/20) = 1,52 \text{ mio. kr.}$$

**SF+ Lån + DPD + SF betales ikke ud:**

Kapitalfond, K:

$$\begin{aligned} \text{Forventet afkast} &= (0,8 \cdot 19 \text{ mio. kr.} - 0,25 \cdot 35) \cdot 2 = (15,2 \text{ mio. kr.} - 8,75) \cdot 2 = \\ &6,45 \text{ mio. kr.} \cdot 2 = 12,9 \text{ mio. kr.} \end{aligned}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = 0,07 \cdot 50 = 3,5 \text{ mio. kr.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,8 \cdot 3,5 = 2,8 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$\text{Forventet afkast} = 12,9 \cdot (1/20) = 0,645 \text{ mio. kr.}$$

**Når Move of Nature (N) bliver failure:**

**Nej til selvfinansiering (SF):**

Alle deltagere får et afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

**Ja til SF, men intet lån:**

Alle deltagere får et afkast på 0, da handlen ikke bliver til noget fordi banken ikke yder lån. Udfaldet bliver derfor ved denne strategi (0;0;0)

**SF+ Lån + DPD + SF betales ud og udloddes:**

Kapitalfond, K:

$$\text{Forventet afkast} = -15 \cdot (2/3) \cdot 2 \cdot 0,2 = -10 \cdot 0,2 \cdot 2 = -5 \cdot 2 = -10 \text{ mio. kr.}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = -0,5 \cdot 50 = -25 \text{ mio.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,20 \cdot -25 \text{ mio. kr.} = -5 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$\text{Forventet afkast} = -10 \cdot (1/20) = -0,5 \text{ mio. kr.}$$

**SF+ Lån + DPD + SF betales ikke ud:**

Kapitalfond, K:

$$\text{Forventet afkast} = -15 \cdot (2/3) \cdot 2 \cdot 0,2 = -10 \cdot 0,2 \cdot 2 = -5 \cdot 2 = -10 \text{ mio. kr.}$$

Banken, B:

$$\text{Afkast} = -0,5 \cdot 50 = -25 \text{ mio.}$$

$$\text{Forventet afkast} = 0,20 \cdot -25 \text{ mio. kr.} = -5 \text{ mio. kr.}$$

Målselskab, M:

$$\text{Forventet afkast} = -10 \cdot (1/20) = -0,5 \text{ mio. kr.}$$