LEVERAGED BUYOUTS

Optimal kapitalstruktur i et juridisk og økonomisk perspektiv

Christopher Franzén
Studienummer: 92704
Antal anslag: 181.377 (79,68 sider)
Afleveringsdato: 15.05.2019

Juridisk vejleder: Erik Banner-Voigt
Økonomisk vejleder: Jakob Olsson

Copenhagen Business School

Abstract

This master thesis aims to address how the legislation of self-financing affects the optimal capital structure of the portfolio company ("**Target**") in a leveraged buyout ("**LBO**") transaction. Furthermore, the thesis intends to evaluate the current legislation to determine if it can be re-formulated in a way that improves the value of Target's capital structure beyond the current legislation. This, without aggravating the social considerations that required the legislation in the first place.

In order to conclude on the above, the thesis performs a thorough analysis of the legal framework within the Danish Company Act and the Danish AIFM Act. in regard with legal self-financing and *debt push down* (through dividend payments). It is concluded, that the procedure for legal self-financing – the so-called *whitewash* procedure – is filled with uncertainty and requirements that are not beneficial for an LBO. Thus, the LBO practice debt push down in order to optimize the capital structure of Target. Both procedures are limited to only use free reserves according to the annual report. This is not ideal for raising the optimal debt level in Target.

The optimal capital structure, according to capital structure theory, is presented as the point where the value of the tax shield and the value of the disciplinary effect of debt are maximized and the value of the financial distress costs and capital costs (WACC) are minimized. Through empirical studies, it is concluded that LBOs use four tools in order to reach optimal capital structure in Target: 1) high financial leverage, 2) structured financing, 3) concentrated ownership, and 4) investor's equity commitment. Furthermore, it's emphasized how the four tools individually affect the variables of the optimal capital structure.

A cost-benefit analysis shows that the LBO may have the incentives to use legal self-financing over debt push down because the financial structure reduces the financial distress costs if Target has minority stakeholders. The *whitewash* procedure limits the LBO from practicing legal self-financing. Thus, the thesis proposes to re-formulate this procedure to match the conditions for debt push down since the social considerations behind the law are the same. Thereby, the LBO can improve the value of Target's capital structure.

Indholdsfortegnelse

Begrebsdefinition og forkortelser **5**

1 Introduktion **6**
1.1 Indledning 6
1.2 Problemformulering 7
1.3 Synsvinkel 7
1.4 Afgrænsning 7
1.5 Metode 8
1.5.1 Juridisk metode 8
1.5.2 Økonomisk metode 8
1.5.3 Retsøkonomisk metode 10
1.6 Struktur 10

2 Introduktion til LBOs **12**
2.1 Generelt om LBOs 12
2.1.1 Forretningsmodel 12
2.1.2 Gearingseffekten 13
2.1.3 Karakteristika ved en god LBO-kandidat 13
2.2 Selskabskonstruktionen 14
2.2.1 Investeringsselskabet 15
2.2.2 Managementselskabet 15
2.2.3 Interessesammenfald 15
2.2.4 Illustrativ opsamling 16
2.3 Optagelse af lån og finansieringskonstruktion 16
2.3.1 Lånoptagelse 16
2.3.2 Finansieringskonstruktion 18

3 Selvfinansiering **20**
3.1 Den juridiske ramme 20
3.2 Kapitalejerlån 21
3.2.1 Koncernlån 22
3.3 Selvfinansieringsforbuddet 22
3.3.1 Forbuddets formål 22
3.3.2 Fragmentering af SEL § 206 23
3.3.3 Forbindelseskravet – forbuddets tidsmæssige rækkevidde 26

3.3.4 Sanktioner for overtrædelse ... 29
3.3.5 Opsamling ... 30
3.4 Lovlig selvfinansiering ... 31
3.4.1 *Whitewash*-proceduren ... 31
3.4.2 Forbindelseskravet – tidsmæssig rækkevidde for lovlig selvfinansiering ... 36
3.4.3 Sanktioner for overtrædelse ... 37
3.4.4 Opsamling ... 37
3.5 Debt push down ... 38
3.5.1 Udbytteudlodning ... 38
3.5.2 Udbytteudlodningens tidsmæssige rækkevidde ... 39
3.5.3 Sanktioner for overtrædelse ... 42
3.5.1 Opsamling ... 42
3.6 Udlodningsbegrænsninger ... 42
3.6.1 Sanktion for overtrædelse ... 43
3.7 Delkonklusion ... 43

4 Kapitel 4 – Optimal kapitalstruktur i Target ... 45
4.1 Egen- vs. fremmedkapital ... 45
4.2 Kapitalstruktursteori ... 46
4.2.1 M&M–teorien ... 46
4.2.2 Trade-off-teorien ... 50
4.2.3 Hakkeordensteorien ... 52
4.2.4 Free cash flow-teorien ... 53
4.2.5 Opsamling ... 54
4.3 Kritik af kapitalstruktursteorien ... 55
4.3.1 M&Ms teori ... 55
4.3.2 Trade-off-teorien ... 56
4.3.3 Free cash flow-teorien ... 57
4.4 Kapitalfondes værktøjer til optimal kapitalstruktur ... 58
4.4.1 Høj finansiel gearing ... 58
4.4.1 Struktureret finansiering ... 59
4.4.2 Koncentreret ejerskab ... 61
4.4.3 Investors egenkapitaltilsagn ... 62
4.4.4 Opsamling ... 63
4.5 Delkonklusion ... 64

5 Integreret analyse **66**
5.1 Lovlig selvfinansiering 66
5.1.1 Costs (ulemper) 66
5.1.2 Benefits (fordele) 67
5.2 Debt push down 68
5.2.1 Costs (ulemper) 68
5.2.2 Benefits (fordele) 68
5.3 Illustrativ opsamling 69
5.4 Vurdering af *whitewash*-proceduren 69
5.4.1 Den økonomiske bistand *forlader* Target ved debt push down 70
5.4.2 Nødlidende Target: Eksplicit vs. implicit fordring 70
5.4.3 Kreditorbeskyttelsen ved selvfinansiering og debt push down er ens 72
5.4.1 Reducering af transaktionsomkostninger 73
5.5 Anbefaling 73
5.6 Delkonklusion 74

6 Konklusion **76**

7 Litteraturliste **78**

Begrebsdefinition og forkortelser

Begreb/forkortelse	**Definition/forklaring**
AIF	Alternative investeringsforeninger (herunder LBOs).
DED	*Disciplinary effect of debt*. På dansk: Gældens disciplinerende effekt.
FAIF	Forvaltere af alternative investeringsforeninger.
FAIF-direktivet	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2011/61/EU af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde og om ændring af direktiv 2003/41/EF og 2009/65/EF samt forordning 1060/2009/EF og 1095/2010/EU.
FAIF-loven	Lovbekendtgørelse 2018-09-19 nr. 1166 om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.
FDC	*Financial Distress Costs*. På dansk: Finansielle stressomkostninger.
Kapitalfonde	I specialet vil dette begreb blive anvendt som LBOs (se nedenstående definition). Der tages dermed ikke sigte på andre typer af fonde såsom venture kapitalfonde.
LBO	Engelsk for *Leveraged Buyouts*. Det er betegnelsen for en kapitalfond, som hovedsageligt finansierer sine virksomhedsopkøb med gæld.
M&M	Modigliani & Miller.
PE	Engelsk for *Private Equity*. Begrebet dækker over samlebetegnelsen, hvoraf LBO er en delmængde.
SEL	Lovbekendtgørelse 2015-09-14 nr. 1089 om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven).
SPV	Engelsk for *Special Purpose Vehicle*.
Target	Selskabet som en kapitalfond har opkøbt. Dansk: Målselskabet.
Whitewash-proceduren	Begrebet dækker over betingelserne for lovlig selvfinansiering, og er taget fra engelsk ret. Anvendes af flere fagfolk – herunder *Kure*.
WACC	*Weigthed Average Cost of Capital*.

1 Introduktion

1.1 Indledning

Kapitalfonde er elsket og hadet. Elsket af de selskaber, investorer, medarbejdere og finanshuse, som tjener godt på de kapitalfondsejede selskaber. Hadet af flere kritikere i samfundet, som anser kapitalfonde for griske finanskapitalister, som spiller kasino med samfundets velfærd[1].

Endnu en gang er kapitalfondene i Danmark kommet i samfundets rampelys. Denne gang skyldes det Fætter BRs moderselskab TOP-TOYs konkurs. Hertil har den danske detailkæde, Flying Tiger Copenhagen, også stjålet overskrifter, som oplever likviditetsproblemer, hvilket kan ende i en konkurs til trods for den internationale succes. Begge selskaber (var – for TOP-TOYs vedkommende) ejet af kapitalfonden EQT, som opkøbte selskaberne i henholdsvis 2016 og 2013.

Ovenstående cases har endnu en gang startet diskussionen om kapitalfonds eksistensberettigelse, og skabt motivationen for dette speciale. Særligt i lyset af dagens markedsforhold, som burde være ideelle for en kapitalfond, som opkøber selskaber ved gældsoptagelse (*leveraged buyouts*, "**LBOs**"): Historisk lave renter, høj likviditet på lånemarkedet og generel vækst på det danske kapitalmarked. Så hvorfor oplever LBOs så alligevel finansielle problemer?

Forklaringen på de finansielle vanskeligheder, som TOP-TOY har oplevet, kan blandt andet tilskrives den høje gældsoptagelse, som har presset selskabet til at levere mere end, hvad selskabet har kunnet. Derfor er der ingen tvivl om, at kapitalstrukturen – dvs. forholdet mellem gæld og egenkapital – er afgørende for en kapitalfonds porteføljeselskab ("**Target**") – både som succes- og fiaskofaktor. Kapitalstrukturen i Target kan dermed anskues som både værdiskabende og værdiforringende for Target; som i bedste fald ender som Ørstad/Dong-casen, der efter Goldman Sachs' ejerskab fortsat vækster i høj grad. Omvendt kan det også ende som TOP-TOY.

Uden endeligt at tage stilling til LBOs berettigelse på det danske marked, vil dette speciale undersøge hvordan reguleringen kan ændres således, at LBOs opnår den optimale kapitalstruktur uden, at de samfundsmæssige hensyn forringes således, at TOP-TOY-casen ikke gentager sig i fremtiden.

I den juridiske analyse vil dette blive belyst ud fra selskabsrettens muligheder og begrænsninger i forhold til den optimale kapitalstruktur i Target. Her vil der ses nærmere på lovlig selvfinansiering, da processen er eneste direkte hjemmel til selvfinansiering, og debt push down, da denne udgør det praktiske udgangspunkt. I den økonomiske analyse vil specialet belyse de værktøjer, som LBOs anvender til at optimere kapitalstrukturen i Target. Slutligt mødes de to analyser i en diskussion af om lovgivningen kan ændres således, at kapitalstrukturens værdi forøges uden, at dette sker på kompromis med de samfundsmæssige hensyn bag lovgivningen.

[1] (Rasmussen, 2007), s. 14-15.

1.2 Problemformulering

Hvordan påvirker reglerne om selvfinansiering kapitalstrukturen i en kapitalfonds porteføljeselskab i en transaktion, som finansieres med gæld, og kan retsstillingen ændres således, at værdien af kapitalstrukturen optimeres yderligere uden, at de samfundsmæssige hensyn forværres?

Ovenstående problemformulering vil blive besvaret ud fra følgende problemstillinger:

Juridisk problemstilling	:	Hvordan reguleres lovlig selvfinansiering og debt push down?
Økonomisk problemstilling	:	Hvilke værktøjer anvender en gældsfinansierende kapitalfond for at opnå optimal kapitalstruktur i dets porteføljeselskab, og hvordan påvirker det kapitalstrukturen?
Integreret problemstilling	:	Hvornår har en gældsfinansierende kapitalfond incitament til at vælge lovlig selvfinansiering frem for debt push down?

1.3 Synsvinkel

Specialets problemformulering tager sit udgangspunkt i kapitalstrukturen for Target. I et selskab er det aktionærerne, som opnår fordelene ved, at selskabets værdi stiger som led i en omstrukturering af kapitalstrukturen. Derfor vil specialet besvares ud fra en LBOs synsvinkel.

Hertil skal det understreges, at denne synsvinkel også bevares i specialets integrerede kapitel til trods for, at kapitlet er en retsøkonomisk analyse. Dette er nødvendigt for at vurdere om lovgivningen kan forventes at blive ændret til fordel for en LBO, da en lovændring bunder i samfundsmæssige hensyn.

1.4 Afgrænsning

Kapitalfonde favner bredt, hvorfor det er nødvendigt at foretage en afgrænsning således, at specialet opnår den ønskede fokusering og kun belyser problemformuleringens centrale kerne.

I dette speciale vil der være fokus på LBOs, som er karakteriseret ved at optage betydelig gæld for at finansiere deres virksomhedsopkøb. De øvrige typer – såsom venturekapital og management buyouts – vil ikke blive behandlet.

Desuden afgrænses der fra de børsretlige bestemmelser i kapitalmarkedsloven og bestemmelserne i FAIF-loven. Begge regulativer afgrænses, da de i høj grad fastlægger andre forhold - såsom tilladelser og rapporteringskrav – end, hvad fokusområdet for dette speciale er. Dog vil FAIF-loven blive inddraget i det omfang det bliver relevant for kapitalstrukturen, hvilket er tilfældet for lovens udbyttebegrænsningsregler (§ 75).

Det anerkendes, at LBOs kapitalstruktur også er struktureret ud fra et skattemæssigt perspektiv. Ud fra kompleksiteten af reglerne er det vurderet, at dette ikke egner sig til dette speciale.

Derudover bør det påpeges, at specialet vedrører lovlig selvfinansiering og debt push down, som behandles som alternativ til selvfinansiering, da denne primært anvendes i praksis. Specialet vil afgrænse sig fra andre alternative metoder – såsom fusion og cashpool-ordninger.

I et økonomisk perspektiv vil specialet fokusere på Targets kapitalstruktur. Hertil vil der i begrænset omfang blive inddraget principal-agent-teori og transaktionsomkostningsteori, som skal underbygge argumentationen for specialet.

1.5 Metode

1.5.1 Juridisk metode

Specialets juridiske kapitel vil omhandle, hvordan lovlig selvfinansiering og debt push down reguleres, da dette afgør hvilke muligheder en LBO har for selvfinansiering.

Udgangspunktet for en juridisk analyse er den retsdogmatiske metode, hvor gældende ret udledes ved at inddrage relevante retskilder inden for det specifikke emne. I dette speciale inddrages relevante direktiver, love, domspraksis, lovforarbejder, praksis fra Erhvervsstyrelsen og juridisk litteratur.

Sidstnævnte udgør ikke en egentlig retskilde, men anvendes som fortolkningsbidrag i det omfang retskilderne ikke beskriver det pågældende forhold. Den juridiske litteratur bør derfor indgå i en juridisk argumentation, og særligt når litteraturen er udarbejdet på baggrund af særlig sagkundskab.[2]

Generelt er den juridiske retspraksis inden for virksomhedsopkøb begrænset, hvilket kan skyldes dets fortrolige karakter, som parterne ikke ønsker ført frem ved domstolene. Dette påvirker retspraksis inden for LBOs akkvisitionsfinansiering, som er særdeles begrænset. Af denne årsag har det været nødvendigt at inddrage udtalelser fra Erhvervsstyrelsen.

1.5.2 Økonomisk metode

Formålet med dette afsnit er at tydeliggøre specialets videnskabsteoretiske ståsted.

Den økonomiske analyse kan anskues som todelt: Ud fra kapitalstruktursteorien beskriver det første afsnit hvilke variabler som optimerer kapitalstrukturen i Target. Det andet afsnit har til formål at fastlægge de værktøjer, som kapitalfonden anvender til at optimere kapitalstrukturen i Target. Dette vil blive belyst ud fra empiriske undersøgelser af optimal kapitalstruktur i kapitalfonde.

[2] (Blume, 2016), s. 266-267.

Det første afsnit tager sit udgangspunkt i M&Ms teori, som anlagde den første egentlige teori om kapitalstruktur. Teorien bygger på en række omfattende betingelser efter neoklassisk teori, som gør teorien mindre virkelighedsnær. I de efterfølgende år lempes flere af disse betingelser ved nye teorier om kapitalstruktur – herunder trade-off-teorien, hakkeordensteorien og free cash flow-teorien. Disse fire teorier vil danne grundlaget for, hvad der anses for at være den optimale kapitalstruktur. Specialet vil tage sit klare udgangspunkt i trade-off-teorien, da denne bedst beskriver overvejelserne, som en LBO gør sig for at opnå optimal kapitalstruktur i Target.

Det andet afsnit vil på baggrund af første afsnit undersøge, hvordan en LBO opnår optimal kapitalstruktur. Her vil der ses nærmere på de værktøjer, som LBO'en anvender for optimal kapitalstruktur. Dette vil blive belyst ud fra empiriske undersøgelser.

Det skal hertil påpeges, at undersøgelsen er tillagt en neo-positivistisk synsvinkel, hvormed forståelsen af virkeligheden, ontologisk forstås som værende begrænset realistisk[3]. Derved stilles der fortsat spørgsmål til de objektive kriterier i undersøgelserne til trods for, at empirien stammer fra virkeligheden. Denne anskuelse er vigtig specialets konklusion, da analyser af kapitalfondenes performance lider under *selection bias*, fordi detaljerede data fra private firmaer ikke altid er til rådighed[4].

Dermed brydes der med den neoklassiske teori, hvor der foreligger fuld rationalitet, hvormed aktørernes beslutninger kan analyseres uafhængigt af hinanden[5].

Der er kun i begrænset omfang foretaget undersøgelser af det danske LBO-markedet. Derfor vil specialet tage udgangspunkt i disse, og ellers blive suppleret af udenlandske undersøgelser. Grundtankerne bag LBO-konstruktionen anses ikke for signifikant af adskille sig fra hinanden. Hertil synes de danske undersøgelse at bekræfte denne formodning, da disse på givne punkter er lig de udenlandske undersøgelser.

Ved kapitlets delkonklusion er der opstillet en model til illustration af, hvordan LBO'ens værktøjer påvirker variablerne i kapitalstrukturen i Target. Modellens vandrette række er opstillet på baggrund kapitalstruktursteorien, mens den lodrette kolonne viser resultatet af de empiriske undersøgelser. Pilene er i videst udstrækning bestemt ud fra de empiriske undersøgelser, men kan også være udledt på baggrund af rationalerne bag kapitalstruktursteorien. Disse er markeret med en parentes.

For eksempel har det ikke været muligt at finde empiri på, hvordan en LBOs strukturerede finansiering påvirker skatteskjoldet. Dog kan det udledes, at en struktureret finansiering reducerer kapitalomkostningerne (WACC), hvilket ud fra trade-off-teorien må betyde, at skatteskjoldet vil stige i værdi, såfremt WACC går mod optimum. Ud fra dette rationale er pilen placeret. Modellen skal dermed *kun* anvendes som samlet overblik og til understøttelse af argumentationen for optimal kapitalstruktur.

[3] (Darmer, 2005), s. 26.
[4] (Spliid, 2014), s. 23.
[5] (Østergaard, 2003), s. 272.

1.5.3 Retsøkonomisk metode

Retsøkonomi er en forgrening inden for økonomisk teori og har derfor ikke en særegen metode[6]. Retsøkonomi er anvendelsen af økonomisk teori på retslige forhold.

I specialets integrerede kapitel vil lovlig selvfinansiering som retsregel vurderes, da der synes at være væsentlig forskel på betingelserne for denne (*whitewash*-proceduren) og for debt push down. Dette vil blive undersøgt ud fra en cost-benefit-analyse, som skal afveje de fordele og ulemper som kendetegner de to processer. Dermed skal det undersøges om *whitewash*-proceduren er berettiget, og i givet fald hvornår lovlig selvfinansiering vælges fremfor debt push down.

Analyseniveaet for retsøkonomien er samfundet. Lovgivningen indtræder kun i det omfang samfundet ikke er stand til at maksimere velfærden. Hvis lovgivningen er implementeret optimalt, vil markedsaktørerne agerer således, at samfundsvelfærden maksimeres.[7]

Da dette speciales synsvinkel er kapitalfondens og ikke samfundet som helhed, vil den retsøkonomiske analyse fremlægge argumenterne for maksimal samfundsmæssig velfærd. Dette er nødvendigt for at vurdere en retsregel og kunne give en valid og realistisk anbefaling til en eventuel lovændring.

1.6 Struktur

I **kapitel 1** blev specialets emne, problemformulering, synsvinkel, afgrænsning og metode blevet præsenteret.

I **kapitel 2** introduceres der til LBOs ved at beskrive dets forretningsmodel, selskabskonstruktion og finansieringskonstruktion. Dette kapitel har til formål at give den tilstrækkelige baggrundsviden for LBOs til forståelse af de resterende kapitler.

I **kapitel 3** vil der ses nærmere på, hvordan retsstillingen for lovlig selvfinansiering og debt push down er. Indledningsvist vil den overordnede juridiske ramme blive præsenteret, som efterfølges af en gennemgang af kapitalejerlån og koncernlån Herefter vil retsstillingen for selvfinansieringsforbuddet, lovlig selvfinansiering og debt push down blive behandlet.

I **kapitel 4** er analysen todelt og vil først udlede den optimale kapitalstruktur i Target ud fra teorien. Her inddrages M&M, trade-off-teorien, hakkeordensteorien og free cash flow-teorien, hvor specialets fokus er på trade-off-teorien. I anden del vil specialet undersøge hvilke værktøjer en LBO anvender for at opnå optimal kapitalstruktur i Target. Dette med udgangspunkt i empiriske undersøgelser af danske og udenlandske LBOs.

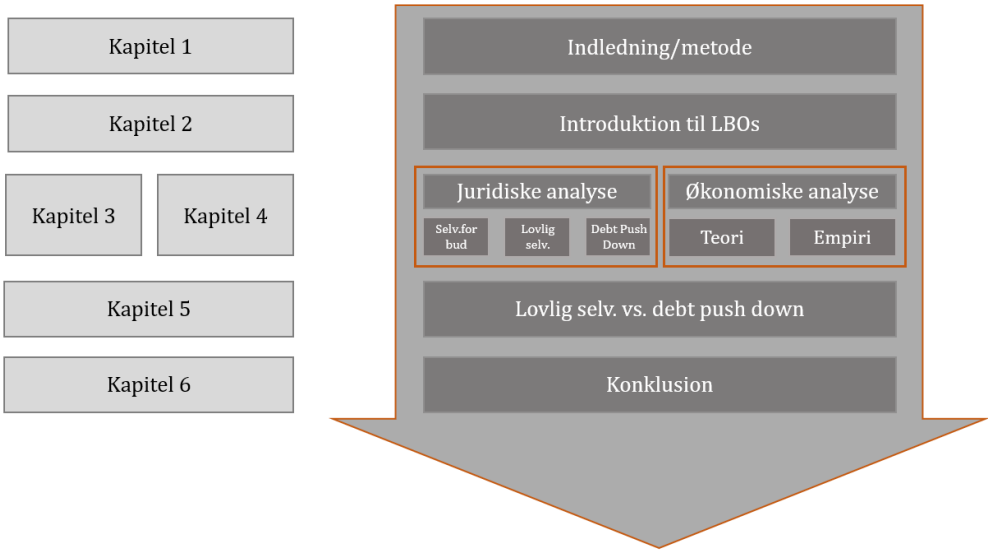
I **kapitel 5** vil specialet på baggrund af den økonomiske konklusion i kapitel 4 diskutere, hvorvidt retsstillingen, jf. kapitel 3, kan ændres således, at kapitalstrukturen i Target optimeres

[6] Østergaard (2003), s. 277.
[7] Eide (2001), s. 23-24.

i forhold til nuværende retsstilling. Dette vil blive gjort ud fra en cost-benefit-analyse af lovlig selvfinansiering og debt push down. Kapitlet ender ud med en anbefaling til en lovændring.

I **kapitel 6** vil specialet besvare den overordnede problemformulering.

Specialets opbygning kan illustreres ud fra følgende figur:



2 Introduktion til LBOs

Formålet med dette kapitel er at danne rammen for resten af specialet ved at definere, hvad der i dette speciale menes med en LBO. Indledningsvist vil kapitlet generelt beskrive LBOs, hvorefter selskabs- og finansieringsstrukturen vil blive belyst. Desuden vil kapitlet redegøre for de økonomiske incitamenter for en LBO-struktur og hvilke overvejelser, som ligger bag potentielt opkøb.

2.1 Generelt om LBOs

I sin bredeste definition vedrører private equity ("**PE**") alle investeringer i ikke-børsnoterede selskaber, hvilket inkluderer både LBOs, business angels, venture kapital, etc. LBOs er sat i verden for at investere i selskaber, som LBO'en vurderer har et potentiale, for inden for en kort årrække (3-7 år) at sælge selskaberne igen[8]. Ud fra DVCAs Buyout-liste var der 42 transaktioner i 2018 i Danmark.

LBOs er karakteriseret ved at have en høj gældsfinansiering til opkøb af selskaber, og adskiller sig fundamentalt fra hedgefonde, som foretager kortsigtede spekulative investeringer i markedstendenser og venture kapital, som målretter deres virksomhedsopkøb til startups.[9]

Årsagen til, at kapitalfonde i dag vækker investorernes interesse skyldes ifølge *Spliid* to forhold: Nogle kapitalfonde har leveret et markant højere afkast end andre og kapitalfondens afkast har en lav korrelation mellem aktiemarkedet, hvormed kapitalfondsinvesteringer kan anvendes som diversifikationsværktøj[10]. Hertil har DVCA registreret et gennemsnitligt afkast på Target-selskaber på 30 % pr. år i perioden 2000-2007 (sammenlignet med EU på 13,6 %)[11].

2.1.1 Forretningsmodel

Kapitalfondes forretningsmodel kan beskrives som en cyklisk proces, hvor der i hver cyklus indgår tre faser: Fundraising-fasen, investeringsfasen og exit-fasen[12]. I første fase handler det om at foretage en fundraising fra investorer og etablere et investeringsselskab.

Herefter foretages investerings- og udviklingsfasen, hvor kapitalfonden identificerer potentielle opkøbskandidater for efterfølgende at investere i disse selskaber, såfremt de opfylder LBO'ens kriterier[13].

Når investeringen er foretaget udvikler og effektiviserer LBO'en Target, hvorefter Target i sidste ende sælges ved et frasalg eller en børsnotering. Dette er cyklussens sidste fase, exitfasen, hvor investorerne og kapitalfonden efter salget deler afkastet mellem sig.[14]

---

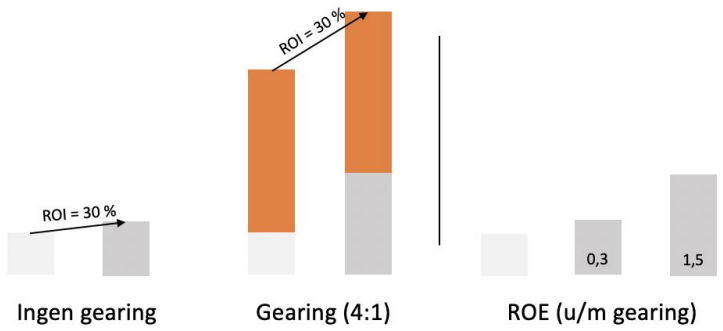
[8] (Bennedsen, 2008), s. 9.
[9] (Bennedsen, 2008), s. 9.
[10] (Spliid, 2014), s. 24.
[11] (DVCA, 2018), s. 3.
[12] (Andersen, 2013), s. 19.
[13] Se evt. afsnit 2.1.3.
[14] (Andersen, 2013), s. 19.

En LBO har sædvanligt en begrænset levetid på 3-7 år, hvormed kapitalfonden inden for denne periode gennemgår de ovenstående tre faser. Det kan være nødvendigt at udvide levetiden, såfremt markedet for eksempel ikke opfylder betingelserne for, at Target er salgsmoden. Dette var tilfældet under finanskrisen i 2008.[15]

Den korte levetid viser også, at formålet med kapitalfonden ikke er at eje Target, men i stedet optimere og gøre det rentabelt med henblik på en hurtig afståelse.

2.1.2 Gearingseffekten

En af grundende til, at LBOs kan videresælge Target med profit på begrænset tid skyldes gearingseffekten. Gæld har en accelererende effekt på afkastet af egenkapitalen, som fremgår af nedenstående figur.[16]



Kilde: Egen tilvirkning

Ved brug af gæld opnås en værdi på egenkapitalen, som er højere end, hvis selskabet havde vækstet organisk – dvs. uden gældsoptagelse. Dette ses til højre i figuren, hvor afkastet på egenkapitalen (ROE) er 150 %, såfremt selskabet optager gæld i forholdet 4:1 (gæld:egenkapital), hvorimod afkastet blot er 30 %, såfremt selskabet ikke optager gæld.

Dermed accelerer afkastet i takt med, at gældsoptagelsen stiger. Dette er en essentiel fordel for LBO, idet man kan opnå et stigende afkast på relativt kort tid (7-10 år). Hertil skal det også påpeges, at risikoen i selskabet stiger, og er mere sårbar over for finansielle problemer.[17]

2.1.3 Karakteristika ved en god LBO-kandidat

Når en LBO skal screene markedet for potentielle opkøb er der mange faktorer, som spiller ind. Der foreligger dog en række karakteristika, som er gennemgående for en klassisk investeringscase for en LBO[18]:

[15] (Andersen, 2013), s. 50-51.
[16] (Hillier, 2017), s. 410.
[17] (Hillier, 2017), s. 416-417.
[18](Michel (1991), s. 16-17. og (Bennedsen, 2008), s. 31.

Karakteristika ved en god LBO-kandidat:

1) Stabile cash flows,
2) Konglomerater,
3) Ineffektiv ledelse,
4) Høj aktivmasse, og
5) Lav gældsætning.

Et selskab med stabile cash flows vil muliggøre en høj gældsoptagelse til en lavere rente, idet konkursrisikoen for et selskab med stabile cash flows (alt andet lige) er mindre.[19]

Hvis LBO-kandidaten er et konglomerat, giver dette LBO'en mulighed for at frasælge dele af selskabet og derved frigøre kapital - dvs. høj *break-up value* - som kan anvendes til at nedbringe akkvisitionsgælden[20]. Dette element muliggør også, at kapitalfonden kan fokusere på selskabets kernekompetence.

Udover de finansielle forhold, har en god LBO-kandidat nogle udfordringer på det operationelle plan – såsom ineffektiv ledelse - som kapitalfonden kan optimere og effektivisere. Dette kan for eksempel være udskiftning af medarbejdere, nedbringelse af overskudskapital og stoppe investeringer i urentable projekter.[21]

En LBO er karakteriseret ved at finansiere sine opkøb med gæld, og ønsker så vidt muligt at finansiere opkøbet med så lidt egenkapital som muligt. Derfor vil LBOs anvende det potentielle opkøbs aktiver som en del af finansieringen. Dette er kun muligt, såfremt det potentielle opkøb ikke allerede har massiv gæld. Derfor har en god LBO-kandidat stor aktivmasse, som kapitalfonden kan anvende til finansieringen af selskabet.[22]

2.2 Selskabskonstruktionen

En LBO er ikke en selvstændig selskabskonstruktion, men karakteriseres ofte ud fra dets formål om at deltage i ledelsen og driften af deres Target-selskaber, så disse kan udvikles og sælges med fortjeneste[23]. Dermed kan en kapitalfond konstruere sig som både kapitalselskab og personselskab. I dette speciale tages der sigte på følgende selskabskonstruktion.

Her dækker en LBO over to uafhængige juridiske enheder: Et investeringsselskab og et managementselskab. Det er investeringsselskabets funktion at købe og eje Target-selskaberne, hvorimod det er managementselskabets funktion at drive og forvalte investeringsselskabet.[24]

[19] (Bennedsen, 2008), s. 31.
[20] (Bennedsen, 2008), s. 32.
[21] (Bennedsen, 2008), s. 32.
[22] (Michel, 1991), s. 16-17.
[23] (Erhvervsudvalget, 2006), s. 6.
[24] (Spliid, 2007), s. 40.

2.2.1 Investeringsselskabet

Investeringsselskabet er normalt stiftet som et kommanditselskab (K/S), hvor kommanditisten (*limited partner*) hæfter begrænset, og komplementaren (*general partner*) hæfter personligt og ubegrænset.[25]

Da komplementaren hæfter ubegrænset, vil denne enhed typisk være et kapitalselskab ejet af en række partnere som driver fonden således, at selskabet begrænser dets tabsrisiko til den indskudte selskabskapital.[26] Det er komplementaren som har økonomiske og forvaltningsmæssige beføjelser over investeringsselskabet, hvorfor det ofte er managementselskabet som er komplementaren. Konkret kan komplementarens beføjelser begrænses i kommanditselskabsaftalen, men det vil ofte også være i investorernes interesse, at managementselskabet får så aktiv en rolle som muligt.

Kommanditisterne vil typisk være institutionelle investorer, som ved stiftelsen af kommanditselskabet afgiver et egenkapitalstilsagn (fagsprog: *Commitment*). Tilsagnet forpligter investorerne til at indskyde kapital på anmodning af managementselskabet.[27]

2.2.2 Managementselskabet

Managementselskabet består af flere partnere (og deres medarbejdere), som er ansat i selskabet til at drive LBO'en. Selskabet er ansvarlig for den daglige ledelse og administrationen af fonden, hvilket indebærer research af markedet, identificering af potentielle investeringer, due diligence og udviklingen af porteføljeselskaber.[28]

For denne rådgivning og administration betaler de institutionelle investorer årligt et managementhonorar til partnerne i managementselskabet, som typisk ligger mellem 1,5 % - 2,5 % af det samlede egenkapitalstilsagn.[29]

2.2.3 Interessesammenfald

En vigtig forudsætning for en LBOs succes er, at der er interessesammenfald mellem investorerne i fonden og partnerne som driver den. Dette sikres via selskabskonstruktionen, idet de institutionelle investorer vil kræve, at managementselskabet medinvesterer. Derved har managementselskabet også interesse i at vækste Target. Investeringsbeløbet ligger typisk på 1 % af det totale investerede beløb.[30]

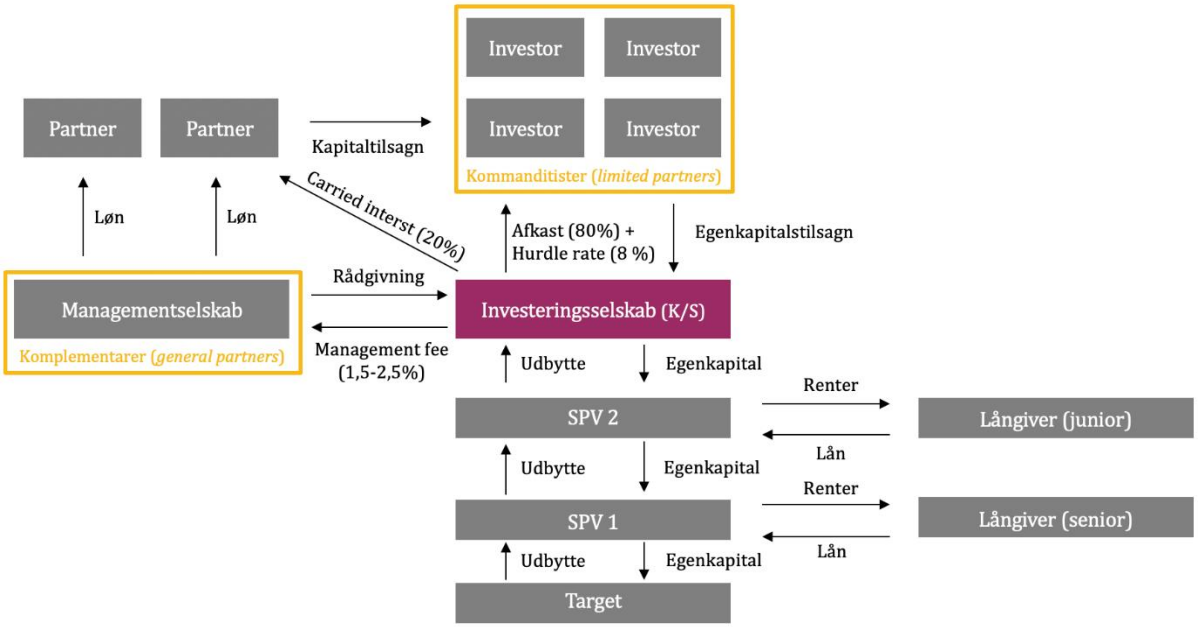
Et andet vigtigt parameter som skal sikre interessesammenfald er allokeringen af afkastet, når LBO'en sælger Target. Dette gøres normalt ud fra et "vandfald" (fagsprog: *Distribution waterfall*), hvormed afkastet fordeles efter en bestemt rækkefølge: Først tilbagebetales investorerne i forhold til deres investering[31], hvorefter får investorerne tildelt et

[25] (Andersen, 2013), s. 53.
[26] (Andersen, 2013), s. 59-60.
[27] (Spliid, 2007), s. 37.
[28] (Andersen, 2013), s. 65.
[29] (Andersen, 2013), s. 60.
[30] (Andersen, 2013), s. 70.
[31] Her sker der kun tilbagebetaling i forhold til den udnyttede del af egenkapitalstilsagnet.

præferenceafkast på ca. 8 % p.a. – også kaldet *hurdle rate*[32]. Det resterende overskud betales til investorerne og partnerne i managementselskabet som deler overskuddet således, at investorerne får 80 % og partnerne får 20 % - også kaldet *carried interest*.[33]

2.2.4 Illustrativ opsamling

Ovenstående afsnit kan illustreres ved følgende model:



Kilde: Egen tilvirkning. Inspiration fra dvca.dk og Spliid (2007), s. 40.

2.3 Optagelse af lån og finansieringskonstruktion

Kapitalfondens forretningsmodel er opdelt i tre faser i en cyklisk proces[34]. I dette afsnit vil der ses nærmere på Fundraising-fasen, og hvordan en LBO strukturerer dens gældsoptagelse, som karakteriserer den.

2.3.1 Lånoptagelse

Et virksomhedsopkøb er i sig selv en stor proces, som er afhængig af mange variabler og usikkerheder. Dette kompliceres yderligere med LBOs, da opkøbet skal finansieres ved at optage gæld. I bestræbelse på at optimere lånoptagelsen, optages der flere forskellige lånetyper for at sprede risikoen, hvorfor der ofte er flere långivere inde over finansieringsforløbet.

Lånoptagelsen vil som udgangspunkt forløbe sig som følger:

---

[32] Denne beregnes ud fra det procentvise årlige afkast på Target – også kaldet *internal-rate-of-return* ("**IRR**"). Dog er der tradition for, at denne fastsættes til 8 %, jf. (Andersen, 2013), s. 65. Med dagens lave renter, kan der argumenteres for en lavere hurdle rate.

[33] (Andersen, 2013), s. 71.

[34] Se evt. afsnit 2.1.1.

Managementselskabet er ansvarlige for at anskaffe den nødvendige kapital til det potentielle opkøb. Dette gøres gennem forhandlinger med forskellige finansieringsinstitutter og investeringsbanker. Mængden af gæld vil variere fra case til case, men har historisk set været oppe på forholdet 9:10 (gæld:egenkapital).[35]

I et dansk perspektiv har gældsgraden typisk udgjort 3:4, hvilket blandt andet var tilfældet med opkøbene i ISS og TDC. Angående gældsfinansieringen anvendes en række forskellige finansieringsprodukter, som udbydes af forskellige långivere, hvis produkt afspejler deres risikoprofil[36]. Overordnet sondres der mellem sikret gæld og mezzaninkapital[37].

2.3.1.1 Sikret gæld

Sikret gæld ydes i form af et banklån i forskellige typer (for eksempel serielån, stående lån, kassekredit, etc.), hvor banker og finansieringsselskaber er långivere. Lånene har typisk en løbetid på 7-8 år. Disse lån vil være kontraktuelt foranstillet i en bestemt prioritetsrække, og vil ofte betinge sikkerhed i aktiverne og garantistillelse.[38]

Ordet "senior" skyldes sondringen mellem seniorgæld og juniorgæld, som netop angiver prioritetsrækken blandt den sikrede gæld. Her vil begge typer lån være sikret i det samme aktiv, men juniorlånet vil først opnå tilbagebetaling, når seniorlånet er fuldt ud indbetalt. Der er dermed tale om en kontraktuel efterstilling, hvor seniorlånet tilbagebetales før juniorlånet.[39]

Som kompensation for denne efterstilling vil juniorlånet få udbetalt en højere rente end seniorlånet: Renten på juniorlånet ligger på ca. 6-12 procentpoint over den aftalte interbank rente[40], hvorimod seniorlånet ligger på ca. 2-4 procentpoint over den aftale interbank rente – alt efter parternes forhandlingsposition.[41]

I prioritetsorden efter senior- og juniorgæld er mezzaninkapital.

2.3.1.2 Mezzaninkapital

Mezzaninkapital udgør den del af gældsfinansieringen som ikke er 100 % sikret gæld, og som ofte har en længere løbetid på 10 år. På grund af efterstillingen udbetaler denne lånetype en højere rente på ca. 6-12 procentpoint over den aftalte interbank rente. Dog som minimum over renten for juniorgælden.[42]

Udover en højere rente vil långiver af denne type ofte indeholde warrants eller optioner således, at långiver kan få andel i den potentielle gevinst, som en egenkapitalinvestering medfører.[43] Mezzaninkapital udgør dermed en hybridform mellem fremmedkapital og egenkapital.

---

[35] (Andersen, 2007), s. 18.
[36] (Andersen, 2007), s. 22.
[37] (Andersen, 2007), s. 22-23.
[38] (Andersen, 2007), s. 23.
[39] (Kure (2018), s. 421.
[40] For eksempel LIBOR, CIBOR eller EURIBOR.
[41] (Andersen, 2013), s. 171.
[42] (Andersen, 2013), s. 171.
[43] (Sørensen, 1991), s. 95.

Som nævnt ovenfor er mezzaninlån som udgangspunkt ikke sikret for hele lånebeløbet, og lånet er ofte struktureret således, at den usikrede del af lånet indbetales som payment in kind ("**PIK-lån**"). PIK-lån har en markant højere rente, som desuden stiger over tid, idet rentebetalingerne lægges oven i det samlede tilgodehavende. Dette er en dyr finansieringsform, hvorfor den ofte anvendes som midlertidig overtagelsesfinansiering.[44]

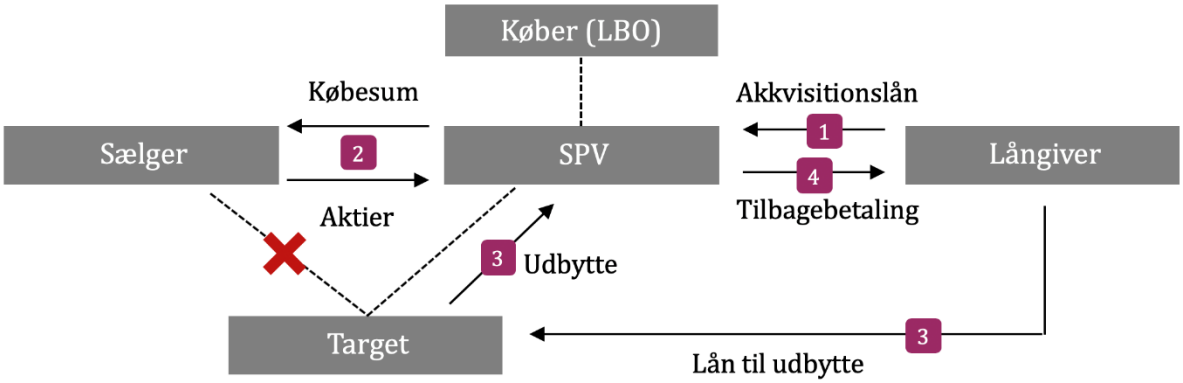
2.3.2 Finansieringskonstruktion

Kapitalfonden opretter en række holdingselskaber, hvis eneste formål er at optage gæld. Disse holdingselskaber kaldes også for special purpose vehichle ("**SPV**"), og adskiller de forskellige lånefaciliteter fra hinanden.

Den strukturelle efterstilling kommer til udtryk ved, at ledelsen i et selskab er forpligtet til at sikre et forsvarligt kapitalberedskab i selskabet, jf. SEL § 115, stk. 1, nr. 5 (for bestyrelsen), § 116, stk. 1, nr. 5 (for tilsynsrådet) og § 118, stk. 2 (for direktionen). Dette indebærer, at selskabet skal kunne betale dets gæld efterhånden som det forfalder før der kan foretages udlodning af udbytte op i selskabskæden, hvilket også følger af SEL § 179, stk. 2. Efterstillingen ses også af illustrationen under afsnit 2.2.4, hvor SPV 2 er efterstillet SPV 1.

2.3.2.1 Debt push down

Et debt push down involverer i praksis tre parter: Target, køber (LBO) og långiver. Metoden kan illustreres som følgende og er i praksis en vigtig del af LBOs finansieringskonstruktion[45]:



Debt push down:

1) SPV optager et banklån (akkvisitionslån) hos långiver, som anvendes til at opkøbe Target.
2) Da LBO nu ejer Target, kan kapitalfonden som kapitalejer udskifte bestyrelsen på generalforsamlingen for herefter at udlodde udbytte til Targets aktionærer (LBO).
3) Finansieringen af udlodningen sker ved optagelse af et nyt lån fra samme bank, som bistod med akkvisitionslånet.
4) Udbyttet anvendes til at tilbagebetale LBOs akkvisitionslån.

[44] (Andersen, 2007), s. 23-24.
[45] (Kure, 2018), s. 142.

Effekten af denne proces bliver, at akkvisitionslånet bliver skubbet ned fra kapitalfonden til Target, hvoraf navnet stammer fra.[46]

Processen har den fordel, at kapitalfonden investerer gennem et SPV uden reel drift. Dermed vil risikoen for likviditetsproblemer være højere end, hvis gælden placeres i Target som har reelle cash flows. Hertil vil det også være i bankens interesse, idet det derved er muligt at få sikkerhed i driftsselskabets aktiver i stedet for SPV'ets som typisk kun udgør dets kapitalandele i Target.[47]

Debt push down har den negative konsekvens, at långiver er dobbelteksponeret i tidsrummet mellem udbetaling af lån til udbytte til Target (3) og tilbagebetalingen af akkvisitionsgælden af kapitalfonden (4). I praksis kan dette tidsrum begrænses til få timer, hvorfor dobbelteksponeringen reelt ikke får negative konsekvenser.[48]

[46] (Kure, 2018), s. 142.
[47] (Kure, 2018), s. 143.
[48] (Kure, 2018), s. 143.

3 Selvfinansiering

Formålet med dette kapitel er at undersøge, hvordan selskabsretten regulerer en LBOs mulighed for at optimere kapitalstruktur i Target, da de tager aktivt del i omstruktureringen. Her vil der ses nærmere på lovlig selvfinansiering og debt push down.

Selvfinansiering er udlån, hvor selskabet finansierer sin egen overtagelse. Generelt har udlån og kapitalafgang været en væsentlig del af selskabsretten. I dansk ret har det længe været ulovligt at yde selvfinansiering, idet denne form for udlån (ifølge lovgiver) sker til ugunst for selskabets kreditorer[49].

Indledningsvis den regulatoriske ramme for LBOs blive behandlet. Den resterende del af kapitlet vil analysere de juridiske forhold angående lovlig selvfinansiering og debt push down, som er specialets juridiske problemstilling.

3.1 Den juridiske ramme

Kapitalfonde er ikke en selvstændig selskabsform i juridisk forstand, men kan derimod ofte karakteriseres ud fra dets formål om at deltage i ledelsen og driften af deres Target-selskaber, så disse kan udvikles og sælges med fortjeneste[50]. Desuden er der ikke tale om en egentlig fond, som defineret i fondslovens[51] § 1, stk. 2.

Set i lyset af finanskrisen og den stigende kritik af kapitalfonde blev der i 2013 indført særlovgivning for disse ved FAIF-loven og en ændring af lov om investeringsforeninger således, at LBOs også er omfattet heraf. FAIF-loven har til formål at effektivisere det indre marked for forvaltning af alternative investeringsfonde, og beskriver en række administrative krav til forvalterne. Hertil regulerer loven også Finanstilsynets rolle som tilsynsmyndighed.

En FAIF er en virksomhed, hvis sædvanlige erhvervsmæssige virksomhed består i forvaltning af en eller flere AIF'er, jf. FAIF-lovens § 3, stk. 1, nr. 3. Det fremgår eksplicit af FAIF-direktivet, at forvaltere af kapitalfonde også er underlagt denne regulering, jf. FAIF-direktivets præambel (8). På linje hermed har Finanstilsynet offentliggjort en Q&A, hvoraf det fremgår, at en typisk AIF er en kapitalfond.[52]

FAIF-loven vil kun i begrænset omfang blive inddraget. Dette skyldes, at lovgivningen som udgangspunkt ingen direkte betydning har for LBOs aktivitet i forhold til at optimere kapitalstrukturen i Target. Dog vil FAIF-loven § 75 om udbyttebegrænsninger blive behandlet, idet bestemmelsen er relevant for kapitalfondens mulighed for at optimere kapitalstrukturen.

LBOs er kun i begrænset omfang særskilt reguleret, idet FAIF-loven regulerer forvalterne af kapitalfondene – og ikke selve kapitalfonden. Hertil er kapitalfonden ofte struktureret som et

[49] Bemærkninger til Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LFF 2009-03-25 nr. 170 (i dette afsnit "**lovbemærkningerne**"), s. 510.
[50] (Erhvervsudvalget, 2006), s. 6.
[51] Lbk. 2012-09-20 nr. 938 om fonde og visse foreninger.
[52] (Birkmose, 2015), s 38.

kommanditselskab, hvormed selskabsloven ("**SEL**") ikke finder anvendelse, jf. SEL § 1, stk. 1 modsætningsvist.

Dog finder SEL anvendelse på Target, idet disse med rimelighed antages at være kapitalselskaber og derfor omfattet, jf. SEL § 1, stk. 1. Dermed skal kapitalfondens omstrukturering af kapitalstrukturen i Target være inden for selskabslovens rammer til trods for, at kapitalfonden i sig selv ikke er pligtsubjekt.

I det følgende afsnit vil der derfor som lovregulering tages udgangspunkt i SEL, som vil blive suppleret med enkelte bestemmelser fra FAIF-loven.

3.2 Kapitalejerlån

Et kapitalselskab kan direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for kapitalejere eller ledelsen i selskabet, hvis betingelserne i stk. 2. er opfyldt, jf. SEL § 206, stk. 1, 1. pkt.

Forbuddet mod kapitalejerlån stammer fra 1982 (og blev videreført i 2009), hvor det primære formål med forbuddet var at beskytte selskabets kreditorer mod, at selskabets ledelse og kapitalejere bevilger sig selv lån, mv., som kan påføre selskabet, og dermed også dets kreditorer, et tab, jf. pkt. 2.2.2 i bemærkningerne til ændringsloven.

Dog påpeger (daværende) Erhvervs- og Vækstministeriet, at EU-retten ikke sætter begrænsninger for lån til kapitalejere, og Danmark er et af de eneste EU-lande med et forbud mod disse lån. Dermed blev retstillingen i 2017 lempet således, at der kan ydes kapitalejerlån under nærmere angivne betingelser, som er oplistet i SEL § 210, stk. 2, nr. 1-3. Med disse betingelser anses hensynet til selskabets kreditorer mv. at være behørigt varetaget.

Det følger af SEL § 210, stk. 2, nr. 1, at den økonomiske bistand skal kunne rummes inden for selskabets frie reserver, jf. § 180, stk. 2 og ydes på sædvanlige markedsvilkår. Med sædvanlige vilkår skal lånet ydes på vilkår, som svarer sig vil hvad kapitalejeren mv. kunne opnå i en bank[53].

Desuden fremgår det af SEL § 210, stk. 2, nr. 2, at beslutningen om at yde økonomisk bistand enten skal træffes af generalforsamlingen eller af selskabets centrale ledelsesorgan efter bemyndigelse fra generalforsamlingen. Hertil kan beslutningen først træffes efter aflæggelsen af selskabets første årsrapport, jf. nr. 3, da betingelsen om, at lånet skal kunne rummes inden for de frie reserver tager udgangspunkt i beløbet fra selskabets seneste årsrapport.

Såfremt ovenstående betingelser er opfyldt vil Target som udgangspunkt lovligt kunne stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for LBO'en. Dog kan lånet være i strid med selvfinansieringsforbuddet, hvilket gør lånet ulovligt, da selvfinansieringsforbuddet har forrang for kapitalejerlån[54].

[53] (Kure, 2018), s. 397.
[54] (Werlauf, 2006), s. 368 og Kure (2018), s. 151-152.

3.2.1 Koncernlån

Når en LBO opkøber Target vil kapitalfonden ofte erhverve 100 % af kapitalandelene, hvormed kapitalfonden kan betegnes som et moderselskab, jf. SEL § 5, nr. 21, som har bestemmende indflydelse ved at styre selskabets økonomiske og driftsmæssige beslutninger, jf. SEL § 7, stk. 1.

I denne situation er det muligt at yde lån til moderselskabet (LBO'en) til trods for, at betingelserne i SEL § 210 om kapitalejerlån ikke er opfyldt. I dette tilfælde finder SEL § 211 om koncernlån anvendelse, hvortil det betinges, at lånet som ydes er rimeligt, forsvarligt og i det långivende selskabs – dvs. Targets – interesse. Det forhold, at moderselskabet (LBO'en) ofte er en god finansieringskilde for datterselskabet (Target) er tilstrækkeligt til, at kravet om, at lånet skal være i datterselskabets interesse er opfyldt.[55]

Derfor skal der ses nærmere på, hvornår disse lån er omfattet af selvfinansieringsforbuddet i SEL § 206. Dette er afgørende for, hvilke muligheder Target har for at yde lån til LBO'en, så gælden placeres i Target, hvormed kapitalstrukturen optimeres. Dette vil blive diskuteret forneden[56].

3.3 Selvfinansieringsforbuddet

Et kapitalselskab lovligt yde lån, kautionere og stille sikkerhed for enhver, hvis dette er forsvarligt og i selskabets interesse. Hertil gælder enkelte modifikationer i SEL som forbyder lån og sikkerhedsstillelse for visse personer (SEL §§ 210 og 211) og visse forpligtelser – herunder selvfinansiering efter SEL § 206.[57]

Forbuddet omfatter det scenarie, hvor et selskab (Target) låner, stiller sikkerhed eller stiller midler til rådighed for køberens (LBO) akkvisitionsgæld, som er den gæld, som køber har optaget til at finansiere opkøbet af det pågældende selskab.

Direktivet, hvor selvfinansieringsforbuddet, jf. SEL § 206, stk. 1, har sin oprindelse, omfatter kun aktieselskaber, jf. 2. selskabsdirektiv[58] fra 1976 art. 1, stk. 1. I Danmark har man valgt, at forbuddet også skulle omfatte anpartsselskaber for at sikre symmetri mellem de to kapitalselskaber. Dermed har Danmark overimplementeret direktivets bestemmelser, hvilket kaldes for *gold-plating*.

3.3.1 Forbuddets formål

Selvfinansieringsforbuddet i artikel 23, stk. 1 i 2. Selskabsdirektiv blev i 1976 indført med det formål at beskytte selskabets kapital og herved sikre, at et selskab ikke (på lovlig vis) kan deltage i finansieringen af sin egen overtagelse til ugunst for selskabets kreditorer og andre interessenter, jf. forarbejderne[59] til SEL § 206[60].

---

[55] (Kure, 2018), s. 400.
[56] Se afsnit 3.3.3.
[57] (Kure, 2018), s. 115.
[58] Rådets andet direktiv af 13. december 1976 (77/91EØF) ("**2. selskabsdirektiv**").
[59] Bemærkninger til Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LFF 2009-03-25 nr. 170 (i dette kapitel "**forarbejderne**").
[60] Gengivet i (Kruhl, 2014), s. 155-156.

Erhvervsstyrelsen har anlagt en bred fortolkningsstil af, hvad som kan være genstand for selvfinansiering. Dette skyldes forholdet mellem bestemmelsens formål og dens ordlyd, som ikke entydigt, når frem til samme resultat. Derfor ville en streng ordlydsfortolkning medføre, at en række dispositioner, som har samme virkning som dem forbuddet forsøger at forhindre, ikke ville være omfattet.[61]

Det skal konkret vurderes, hvorvidt en bestemt disposition er omfattet af forbuddet eller ej. Der anlægges dermed en formålsfortolkning om, hvorvidt der er elementer af selvfinansiering i den konkrete disposition. Ifølge forarbejderne til SEL § 206 skal der lægges afgørende vægt på om der rent faktisk er foretaget selvfinansiering. Hertil bekræfter den tidligere Erhvervs- og Selskabsstyrelse, at der er fastlagt en formålsfortolkning og principbaseret tilgang, som dermed sikrer en dynamisk vurdering. Såfremt der var fastlagt en mere regelbaseret fortolkning ville det åbne op for klare omgåelser, hvilket har været tilfældet i andre europæiske lande.[62]

Rækkevidden af forbuddet kan dog ikke udstrækkes til at omfatte dispositioner, som foretages i overensstemmelse med reglerne om lovlig kapitalnedsættelse og udbytte, da disse regler har forrang – og dermed betegnes som *lex specialis* - for selvfinansieringsforbuddet[63].

3.3.2 Fragmentering af SEL § 206

I det følgende afsnit vil SEL § 206 blive fragmenteret, og de enkelte begreber, som giver anledning til fortolkningstvivl vil blive analyseret. Dette gælder særligt for forbuddets genstand – dvs. hvad der fra långivers side må udlånes. Forbuddet regulerer kun ydelsen af selvfinansiering (genstanden). Derfor er det ikke forbudt at modtage finansieringen, idet det dog har andre retsvirkninger for modtageren af ulovlig selvfinansiering[64].[65]

For at bevare overblikket og forstå begrebernes indbyrdes sammenhæng, er bestemmelsen gengivet forneden med understregning af de væsentlige begreber, som efterfølgende vil blive behandlet.

SEL § 206:
"Et kapitalselskab må ikke direkte eller indirekte <u>stille midler til rådighed</u>, <u>yde lån</u> eller <u>stille sikkerhed</u> for <u>tredjemands</u> <u>erhvervelse</u> af <u>kapitalandele</u> i selskabet *eller i dets <u>moderselskab</u>, jf. dog stk. 2 og §§ 213 og 214."*

(egen understregning).

3.3.2.1 "stille midler til rådighed"

Et dansk kapitalselskab må ikke *stille midler til rådighed* for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab.

---

[61] (Kruhl, 2014), s. 156.
[62] (Bunch, 2018), s. 864-865.
[63] Se evt. afsnit **Fejl! Henvisningskilde ikke fundet.**.
[64] Se evt. afsnit 3.3.4.
[65] (Kure, 2018), s. 119.

Begrebet giver anledning til en vis usikkerhed, da den danske oversættelse af artikel 23 i 2. selskabsdirektiv afviger fra øvrige EU-lande. For eksempel lyder det tilsvarende begreb på engelsk "advance funds" og "yde förskott" på svensk. Der kan argumenteres for, at den danske oversættelse af direktivet er forkert (som *Kure* gør[66]), og en bedre oversættelse ville være "yde forskud".

Implementeringen af begrebet i dansk ret er loyal mod den danske direktivtekst. Begrebet kan derfor efter dansk ret fortolkes bredere og mere vidtgående end formuleringen i den engelske direktivtekst. Det skal hertil bemærkes, at medlemsstaterne ikke er forhindret i at have en mere vidtgående regulering end i direktivet, hvorfor forholdet ikke strider med EU-retten.[67]

I U1997.444H ("**Konsulentdommen**") indgik Target, som en del af overdragelsesaftalen med køber, en konsulentaftale, hvorpå sælger og eneaktionær skulle arbejde som konsulent for Target mod betaling på 4 % af Targets fakturerede bruttoomsætning opgjort på 12 måneders basis, dog maksimalt 1 mio. kr. pr. år. Dette blev anset for at være omfattet af selvfinansieringsforbuddet.

I U1999.1429V afviste Vestre Landsret forsvarerens anmodning om at forelægge et præjudicielt spørgsmål for den daværende EF-domstol om fortolkningen af begrebet. Landsretten begrundede afslaget, at der ikke var nogen rimelig tvivl om kerneområdet for forbuddet. Hertil udtalte landsretten, at det ville være for vidtgående at fortolke selvfinansieringsforbuddet til at omfatte *enhver efterfølgende disposition*. Landsretten fastslog, at begrebet *stille midler til rådighed* skal fortolkes som *yde forskud*.

Til diskussion af begrebet kan U2000.2003H også nævnes, hvor Højesteret kom frem til en bredere fortolkning af forbuddet ud fra den dagældende anpartsselskabslovs § 84, stk. 2, som ikke var direktivkonform: Her blev forbuddet anset for at omfatte *enhver finansiering* af køb af aktier eller anparter, da dette udtrykkeligt fremgik af forarbejderne til den dagældende § 84, stk. 2. I den konkrete sag var dispositionen omfattet af forbuddet, da sælger stillede midler til rådighed ved, at sælgers advokat overførte differencen mellem midlerne i selskabet og salgssummen.

Hertil har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen vurderet i en afgørelse, at omkostninger (mæglerprovision) i forbindelse med en tvangsindløsning af et selskabs minoritetsaktionærer også er omfattet af forbuddet. Dermed skal proceduren for lovlig selvfinansiering iagttages.[68]

Ud fra ovenstående kan det fastslås, at der hersker en lav retssikkerhed i forhold til begrebet *stille midler til rådighed*. Denne usikkerhed er ikke ønskværdig for en LBO, da der ofte er enorme beløb på spil i disse transaktioner.

3.3.2.2 "yde lån"

Et selskab må ikke *yde lån* til en tredjemand, såfremt vedkommende anvender lånet til finansiering af erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab.

---

[66] (Kure, 2018), s. 121.
[67] (Bunch, 2018), s. 861.
[68] (Steffensen, 2014), s. 430-431.

Tiden forud for erhvervelsen af kapitalandele har formegentlig begrænset praktisk betydning, idet det potentielle opkøb ikke har den fornødne interesse til at yde lån til tredjemand, som måtte ønske at købe kapitalandelene.[69]

Denne interesse foreligger i det omfang kapitalandelene er erhvervet, hvor køber nu er kapitalejer i Target. I relation til LBOs vil det ofte være koncernlån efter SEL § 211, som er gældende, da kapitalfonden typisk erhverver majoriteten i Target. Et sådant lån vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, såfremt lånet anvendes til at afdrage på akkvisitionsgælden[70].

3.3.2.3 "stille sikkerhed"

Et selskab må ikke *stille sikkerhed* for akkvisitionsgælden. Dette indebærer, at selskabet hverken må kautionere eller pantsætte aktiver for denne gæld, hvilket også gælder for tilbagetrædelseserklæringer og støtteerklæringer for akkvisitionsgælden, i det omfang de er retligt bindende for afgiveren[71].

Såfremt akkvisitionsgælden kan opdeles fra anden koncerngæld, har Target mulighed for at stille sikkerhed for denne anden koncerngæld, da forbuddet kun omfatter akkvisitionsgælden. Desuden kan aktiverne også anvendes som sikkerhedsstillelse, i det omfang opkøbet af Target sker ved en aktivoverdragelse.[72]

Det bør bemærkes, at køber selv kan stille sikkerhed ved at pantsætte kapitalandelene i Target, idet disse er et aktiv for køberen og ikke Target.

3.3.2.4 "tredjemands"

Begrebet *tredjemand* skal fortolkes bredt og dækker over enhver anden fysisk eller juridisk person end Target selv. Dermed vil et selskabs opkøb af egne aktier, som led i et tilbagekøbsprogram, ikke være omfattet af forbuddet. Det er derfor underordnet om tredjemanden er dansk eller udenlandsk fysisk eller juridisk person.[73]

3.3.2.5 "erhvervelse"

Begrebet *erhvervelse* har været diskuteret i praksis. Diskussionen dækker navnlig over, hvorvidt forbuddet kun omfatter køb af eksisterende kapitalandele eller om forbuddet også gælder for tegning af nye kapitalandele. Dette skyldes, at SEL § 209 om sædvanlige markedsvilkår for den økonomiske bistand omfatter både erhvervelse og tegning af kapitalandele. Erhvervsstyrelsen har hertil udtalt, at tegning af nye kapitalandele er omfattet af selvfinansieringsforbuddet.[74]

---

[69] (Kure, 2018), s. 119-120.
[70] Se evt. afsnit 3.3.3.3.
[71] (Kruhl, 2014), s. 166.
[72] (Kure, 2018), s. 120.
[73] (Kruhl, 2014), s. 161.
[74] (Steffensen, 2014), s. 412.

Til diskussion påpeger *Bunch* og *Whitt*, at der med begrebet *erhvervelse* ikke tages sigte på tegning af nye kapitalandele[75]. Dog må Erhvervsstyrelsens udtalelse stå ved ret, hvorfor tegning af nye kapitalandele også anses for at være omfattet.

3.3.2.6 "kapitalandele"

Forbuddet gælder kun ved erhvervelse af *kapitalandele*, og omfatter derfor ikke aktivkøb, hvor køber (helt eller delvist) erhverver Targets aktiver. Ordlyden muliggør for eksempel, at køber kan pantsætte sine erhvervede aktiver til sikkerhed for tilbagebetaling af lånet, som finansierede aktivkøbet.[76]

Hertil kan *kapitalandele* fortolkes således, at det også omfatter finansielle instrumenter, som giver ret til at tegne kapitalandele i Target – herunder for eksempel tegningsoptioner og konvertible gældsbreve.[77]

3.3.2.7 "moderselskab"

Begrebet *moderselskab* skal følge definitionen i SEL § 5, stk. 1, nr. 21, hvormed det umiddelbart gælder, at forbuddet kun omfatter danske moderselskaber, såfremt disse faktisk udøver den bestemmende indflydelse over virksomhedens økonomiske og driftsmæssige beslutninger, jf. SEL § 7, jf. § 6. Dog følger det af Erhvervsstyrelsens administrative praksis, at begrebet skal læses i sammenhæng med SEL § 210-211 om kapitalejerlån og koncernlån, hvor moderselskab også omfatter visse udenlandske moderselskaber, som er fastlagt af Erhvervsstyrelsen med hjemmel i SEL § 211, stk. 2.

Dette anfægtes også af *Bunch* og *Whitt*[78]. Hertil mener *Kure*, at begrebet bør fortolkes snævert, og dermed ikke omfatte udenlandske moderselskaber, da dette følger af ordlyden. Bestemmelsen bør ændres, såfremt Erhvervsstyrelsens fortolkning søges opretholdt[79].

3.3.3 Forbindelseskravet – forbuddets tidsmæssige rækkevidde

Forbindelseskravet har været genstand for en del diskussion i både teori og praksis. Problematikken drejer sig om i hvilket omfang selvfinansieringsforbuddet finder anvendelse, hvis Target stiller sikkerhed, yder lån eller stiller midler til rådighed *efter* købers erhvervelse af kapitalandelene i Target.

Problematikken er særdeles relevant i LBO-regi, idet der optages en betydelig mængde gæld pga. gearingseffekten[80]. Hertil vil en LBO, så vidt muligt minimere dens egenkapitalsindskud ved at anvende midlerne i Target til at optage gæld.

Formuleringen i SEL § 206, stk. 1 kunne umiddelbart fortolkes som, at forbuddet kun omfatter de dispositioner, som foretages *senest samtidig* med erhvervelsen af kapitalandelene i Target[81].

---

[75] (Bunch, 2018), s. 868.
[76] (Kure, 2018), s. 119.
[77] (Kruhl, 2014), s. 159.
[78] (Bunch, 2018), s. 914.
[79] (Kure, 2018), s. 125.
[80] Se evt. afsnit 2.1.2.
[81] (Kure, 2018), s. 122.

Hertil har Erhvervsstyrelsen det synspunkt, at en så snæver fortolkning vil lede til omgåelse af forbuddet. Dette fremgår også af Erhvervsstyrelsens administrative praksis, hvor det bliver lagt til grund, at forbuddet principielt ikke er tidsbegrænset.[82]

I stedet for at fastlægge en tidsmæssig ramme for forbuddet, anfægter *Lund-Andersen*, at forbindelseskravet er opfyldt, såfremt der er forbindelse mellem kapitalandelenes erhvervelse og selvfinansieringen fra Target.[83]

Ud fra ordlyden eller forarbejderne til SEL § 206 fremgår det ikke, hvornår den økonomiske bistand skal ydes for, at forbindelseskravet er opfyldt. Derfor må det konkret vurderes, hvorvidt der foreligger den fornødne sammenhæng mellem den aktuelle økonomiske bistand og tredjemands erhvervelse.

Det fremgår af forarbejderne, at der i vurderingen skal lægges afgørende vægt på formålet med den enkelte disposition, og om der rent faktisk er foretaget selvfinansiering. Desuden bør det påpeges, at der ved denne formulering i forarbejderne ikke lægges op til en tidsmæssig begrænsning af forbuddet.

Lund-Andersen opstiller tre scenarier, som forbindelseskravet kan vurderes ud fra. Disse er oplistet forneden og vil i de følgende afsnit blive gennemgået med det formål at fastlægge, i hvilke scenarier det er muligt for Target at yde økonomisk bistand til tredjemands erhvervelse af Targets kapitalandele.

Lund-Andersens tre scenarier[84]:

1) Den økonomiske bistand *er* en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene, og bistanden ydes *senest samtidig* med erhvervelsen af kapitalandelene ("**scenarie 1**"),
2) Den økonomiske bistand *er* en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene, men den ydes først *efter* erhvervelsen ("**scenarie 2**"), og
3) Den økonomiske bistand *er ikke* en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene, og den ydes først *efter* erhvervelsen ("**scenarie 3**").

3.3.3.1 Ad scenarie 1

I det første scenarie skal det vurderes, hvorvidt forbindelseskravet er opfyldt, såfremt den økonomiske bistand *er* en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene, og bistanden ydes *senest samtidig* med erhvervelsen af kapitalandelene.

Et udlån til en person, som ikke er kapitalejer endnu, vil være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, når formålet med lånet er at erhverve kapitalandele i det långivende selskab. Der er næppe tvivl om forbindelseskravet i selvfinansieringsforbuddet, da der er en tydelig kobling mellem den økonomiske bistand og erhvervelsen af kapitalandele.[85]

---

[82] (Bunch, 2018), s. 880.
[83] (Lund-Andersen, 2012).
[84] (Lund-Andersen, 2012) – i artiklen kaldes disse scenarier for "situationer".
[85] (Steffensen, 2014), s. 428.

3.3.3.2 Ad scenarie 2

Det var været omdiskuteret, hvorvidt forholdet er omfattet af forbuddet, såfremt den økonomiske bistand *er* en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene, men den ydes først *efter* erhvervelsen.

I U1999.1429V fandt landsretten, at det afgørende må være om der på tidspunktet for overdragelsen af selskabet er ydet lån, stillet sikkerhed eller midler til rådighed til gennemførelse af opkøbet. Dette argumenterer for, at scenarie 2 ikke er omfattet af forbuddet, hvilket er blevet kritiseret, idet der lægges for stor vægt på erhvervelsestidspunktet.

Omvendt blev det i U2000.2003H anført, at den økonomiske bistand omfatter *enhver finansiering* af køb af aktier eller anparter. Her blev det således udlagt, at efterfølgende dispositioner er omfattet. Praksis fra den daværende Erhvervs- og Selskabsstyrelse taler også for, at dette scenarie er omfattet af forbuddet. Dette vil blive behandlet nærmere i afsnit 3.3.3.3 om scenarie 3.

Christensen anfægter, at der bør tillægges det afgørende betydning, hvad formålet med lånet faktisk er. Dermed ses der også her kritisk på Vestre Landsrets vurdering (i U1999.1429V), da *Christensen* ikke anser det for afgørende om lånet er ydet *før* eller *efter* erhvervelsen af kapitalandelene. Afgørende er derimod om lånet har været en del af finansieringsplanen for erhvervelsen.[86]

Ud fra ovenstående analyse kan det således med rimelighed antages, at forbindelseskravet er opfyldt i dette scenarie, hvormed dette er omfattet af selvfinansieringsforbuddet.

3.3.3.3 Ad scenarie 3

Mere uklart er det om forbindelseskravet er opfyldt, såfremt den økonomiske bistand *ikke er* en del af finansieringsplanen for erhvervelsen af kapitalandelene, og bistanden ydes *efter* erhvervelsen.

Christensen mener, at det afgørende er om lånet har været en del af finansieringsplanen for erhvervelsen. Hvorvidt dette sker før eller efter er underordnet ifølge *Christensen*[87]. Derfor anser han ikke scenarie 3 for at være omfattet af forbuddet. Hertil finder *Lund-Andersen* det tvivlsomt at udlede denne konklusion på baggrund af denne modsætningsslutning[88].

Den dagældende Erhvervs- og Selskabsstyrelse har i en række konkrete henvendelser skulle tage stilling til om ydelsen af koncernlån var omfattet af forbuddet i dette scenarie. Særligt relevant for denne problematik er styrelsens udtalelse af 20. oktober 2002[89] angående et koncernlån til moderselskabet, som blev ydet efter erhvervelsen af datterselskab, men som ikke fremgik af finansieringsplanen. Lånet blev ydet (ifølge spørger) af kommercielle årsager og ikke af finansieringsmæssige hensyn. Styrelsen udtalte følgende[90]:

---

[86] (Christensen, 2017), s. 434.
[87] (Christensen, 2017), s. 434.
[88] (Lund-Andersen, 2012), 121.
[89] (Bunch, 2018), s. 879-880.
[90] (Lund-Andersen, 2012), s. 121, (Steffensen, 2014), s. 443 og (Bunch, 2018), s. 880.

Erhvervsstyrelsens betingelser for ikke at være omfattet af selvfinansieringsforbuddet:

1) Midlerne fra lånet må ikke direkte eller indirekte anvendes til at tilbagebetale den gæld, som moderselskabet [LBO'en] optog ved erhvervelsen af kapitalandelene i datterselskabet [Target],
2) Udlånet må ikke have indgået i finansieringsplanerne for overtagelsen af aktiverne i datterselskabet [Target], og
3) Det er på tidspunktet for udlånet forudsætningen, at moderselskabet [LBO'en] har både evne og vilje til at tilbagebetale lånet.

Hertil blev der i den konkrete sag lagt vægt på, at udlånet (110 mio. kr.) i forhold til Targets egenkapital (3,6 mia. kr.) var ubetydelig. Desuden gælder det fortsat, at udlånet skal være i selskabets interesse og inden for dets formål.[91]

Dermed kan Target lovlig yde et koncernlån til en LBO, såfremt ovenstående betingelser er opfyldt. Hertil skal betingelserne om koncernlån i SEL § 211 fortsat opfyldes.

Afsluttende kan det diskuteres, hvorvidt forbuddets (ellers dynamiske) fortolkningsstil, bliver sat på spil ved egentlige "betingelser". Her anfører *Kruhl*, at betingelserne bør anses for momenter, som tillægges vægt i en konkret vurdering, men at der ikke kan være tale om stringente betingelser. *Kruhl* mener i stedet, at der skal lægges afgørende vægt på om lånet de facto anvendes til at betale renter og/eller afdrag på akkvisitionslånet.[92]

3.3.4 Sanktioner for overtrædelse

Der sondres mellem erstatningsretlige (efter SEL §§ 215 og 361) og strafferetlige (efter SEL § 367) sanktionsbestemmelser[93].

Ud fra det erstatningsretlige foreligger der en tilbagebetalingspligt hos modtageren således, at den økonomiske bistand tilbageføres straks[94] til selskabet sammen med en årlig rente af beløbet svarende til den rente, der er fastsat i rentelovens[95] § 5, stk. 1 og 2, med tillæg af 2 %, medmindre højere rente er aftalt, jf. SEL § 215, stk. 1. I denne sammenhæng anvendes begrebet *økonomisk bistand* i SEL § 215, stk. 1, som samle betegnelse for at yde lån, stille sikkerhed og stille midler til rådighed, hvormed omkostninger afholdt for køber også er omfattet.[96]

Her kan det diskuteres om, hvor meget som skal tilbagebetales, såfremt selvfinansieringen er større end hvad der kan rummes indenfor de frie reserver: Hele lånet eller kun beløbet som overstiger? I Steffensen (2014) antages det, at det samlede lån som skal tilbagebetales.[97]

[91] (Steffensen, 2014), s. 443.
[92] (Kruhl, 2014), s. 163.
[93] (Kruhl, 2014), s. 205-214.
[94] (Steffensen, 2014), s. 415.
[95] Lovbekendtgørelse 2014-05-13 nr. 459 om renter og andre forhold ved forsinket betaling ("**renteloven**").
[96] (Kure, 2018), s. 154.
[97] (Steffensen, 2014), s. 423.

De personer, der har truffet aftale om eller opretholdt ulovlige dispositioner indestår for det tab, som kapitalselskabet (Target) er blevet påført i den situation, hvor der ikke kan ske tilbagebetaling, jf. SEL § 215, stk. 2. Her bør det understreges, at nye bestyrelsesmedlemmer som udgangspunkt ikke er ansvarlige for tidligere beslutninger som har ført til ulovlig selvfinansiering. Dog kan disse blive erstatningsansvarlige, hvis de ikke straks tager initiativ til at inddrive lånet.[98]

Desuden kan en overtrædelse efter omstændighederne være ansvarspådragende efter dansk rets almindelige regler om erstatning efter SEL § 361, stk. 1. Dette kræver dog det fornødne ansvarsgrundlag (culpa), hvilket ofte er tilfældet for overtrædelse af forbuddet.[99]

Dog vil kapitalejerne være ansvarlige for tab på selskabet, andre kapitalejere eller tredjemand, i det omfang kapitalejerne har handlet groft uagtsomt eller forsætteligt, jf. SEL § 362. Et eksempel herpå kunne være det tilfælde, hvor en kapitalejer stemmer for lovlig selvfinansiering, og dette medfører et tab for minoritetsaktionærerne eller kreditorerne i selskabet. Hertil betinges det også, at ledelsen har redegjort for disse forhold.[100]

Det er selskabet som yder en ulovlige selvfinansiering, som er forbuddets pligtsubjekt, hvormed det er dette som sanktioneres, såfremt forbuddet ikke er overholdt. Modtageren kan som udgangspunkt ikke sanktioneres, så længe modtageren ikke har medvirket til overtrædelsen.[101]

Af strafferetlige sanktioner vil det ydende selskab blive straffet med bøde efter SEL § 367, stk. 1. Bøden vil i henhold til retspraksis udgøre 5 % af hovedstolen, som kan nedsættes efter omstændighederne.[102]

3.3.5 Opsamling

Ud fra ovenstående analyse er det fremlagt, at der ved fortolkningen af selvfinansieringsforbuddet i SEL § 206, stk. 1 vil blive anlagt en formålsfortolkning, hvor der lægges afgørende vægt på om der de facto er foretaget selvfinansiering. Som helhed må forbuddets genstand anses for at skulle tolkes bredt. Dog foreligger der stadig enkelte uklarheder herom. For eksempel hvordan begrebet *stille midler til rådighed* skal fortolkes.

Forbindelseskravet rummer også uklarheder, idet Erhvervsstyrelsen har anlagt en streng fortolkning af begrebet, som hviler på en tvivlsom hjemmel. Der er dog bred enighed om, at forbindelseskravet er opfyldt, såfremt den økonomiske bistand indgår i finansieringsplanen for overtagelsen af Target. Dette gælder uanset, hvornår bistanden finder sted. Dermed anses selvfinansieringsforbuddet ikke for at have en tidsmæssig udstrækning.

I LBOs bestræbelse på at optimere kapitalstrukturen i Target vil der ofte aftales en finansieringsplan, hvori et udlån til LBO'en bliver fastlagt. Her vil der være tale om et koncernlån, da LBO'en erhverver majoriteten i Target og derfor anses for et moderselskab efter

[98] (Steffensen, 2014), s. 415.
[99] (Kure, 2018), s. 156.
[100] (Kure, 2018), s. 139.
[101] (Kure, 2018), s. 153.
[102] (Kure, 2018), s. 155.

SEL § 5, nr. 21. Kapitalfonde vil næppe opfylde betingelserne for ikke at være omfattet af forbuddet[103], da disse netop har til hensigt at anvende Targets midler til nedbringelse af akkvisitionsgælden.

3.4 Lovlig selvfinansiering

I 2006 blev første spadestik til at lempe selvfinansieringsforbuddet taget, idet ændringsdirektivet[104] ændrede det 2. selskabsdirektiv til at muliggøre lovlig selvfinansiering under nærmere angivne betingelser. Det var op til medlemsstaterne at vurdere i hvilket omfang man ville implementere direktivet i national ret. I Danmark blev der nedsat et udvalg til modernisering af SEL ("**Moderniseringsudvalget**"), som i 2008 fremlagde Betænkningen[105], hvori der tages stilling til selvfinansiering.

På baggrund af den finansielle udvikling er det blevet påvist, at det kan være i selskabets interesse at yde økonomisk bistand til opkøbet af eget selskab, jf. Betænkningen, s. 1021. Derfor foreslå Moderniseringsudvalget, at man åbnede op for selvfinansiering, da det hidtidige direktivforbud har været for stringent i relation til finansiering af virksomhedsopkøb, jf. Betænkningen, s. 1022.

Ifølge flertallet af Moderniseringsudvalget bliver dette forbedret ved at lovliggøre selvfinansiering (under visse betingelser). Herved bliver lovgivningen mere fleksibel, dynamisk og i overensstemmelse med den internationale udvikling, jf. Betænkningen, s. 518. Desuden påpegede flertallet, at den ændrede retsstilling stadig tilgodeser formålet med forbuddet, som er at sikre kreditorerne og minoritetsaktionærernes interesse.

På baggrund af Betænkningen blev det muliggjort at yde lovlig selvfinansiering i overensstemmelse med SEL. Direktivets bestemmelse om lovlig selvfinansiering blev implementeret i dansk ret d. 1. marts 2011. Denne undtagelse til forbuddet blev indsat i SEL § 206, stk. 2, og forudsætter, at den række betingelser er opfyldt, som også betegnes *whitewash*-proceduren[106].

3.4.1 *Whitewash*-proceduren

Whitewash-proceduren beskriver den procedure, som et selskab skal gennemføre som forudsætning for, at der kan ydes lovlig selvfinansiering efter SEL § 206, stk. 2. Disse betingelser er præceptive værnsregler[107] og anses derfor for kumulative betingelser, som alle skal være opfyldt, såfremt der kan ydes lovlig selvfinansiering. De fremgår af SEL § 206, stk. 3 og §§ 207-209, jf. SEL § 206, stk. 2:

---

[103] Se evt. afsnit 3.3.3.3.
[104] Europa-parlamentets og rådets direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006 om ændring af Rådets direktiv 77/91/EØF ("**ændringsdirektivet**").
[105] Betænkning; 2008 nr. 1498, Modernisering af selskabsretten (i dette afsnit "**Betænkningen**").
[106] Betegnelsen stammer fra (Kure, 2011), s. 293 og (Kure, 2018), s. 129.
[107] (Kure, 2018), s. 131.

***Whitewash*-proceduren - fem kumulative betingelser for lovlig selvfinansiering**:

1) Der skal foreligge en kreditvurdering af modtagerne af selvfinansiering, jf. § 206, stk. 3,
2) Generalforsamlingen skal godkende selvfinansieringen, jf. § 207, stk. 1, 1. pkt.,
3) Selskabets centrale ledelsesorgan, jf. SEL § 5, nr. 4, skal udarbejde en skriftlig redegørelse, jf. § 207, stk. 1, 2. pkt.
4) Selvfinansieringen skal være forsvarlig og inden for de frie reserver, som kan anvendes til ordinært udbytte, jf. selskabets seneste årsrapport, jf. § 208, og
5) Selvfinansieringen skal ske på sædvanlige markedsvilkår, jf. § 209.

Disse betingelser vil i de følgende afsnit blive behandlet, hvor der vil være et fokus på de betingelser, som er særligt interessante for en LBO og dets mulighed for at påvirke kapitalstrukturen i Target.

Hertil skal det påpeges, at de generelle beskyttelsesregler også finder anvendelse på selvfinansiering. Dette gælder generalklausulen i SEL §§ 108 og 127 samt ligretsgrundsætningen i SEL § 45. Disse bestemmelser tager sigte på de situationer, hvor der ydes selvfinansiering til en eksisterende kapitalejer med det formål at købe ændre kapitalejere ud af selskabet. Dette gælder særligt for de tilfælde, hvor kapitalejeren har/får bestemmende indflydelse.[108]

Desuden er det en forudsætning for anvendelsen af lovlig selvfinansiering, at den pågældende disposition ellers ville være i strid med selvfinansieringsforbuddet.[109]

3.4.1.1 Betingelse 1: Kreditvurdering af modtagerne af selvfinansiering

Det fremgår af SEL § 206, stk. 3, at et kapitalselskabs centrale ledelsesorgan skal sikre sig, at der foretages en kreditvurdering af den kreds, der modtager selskabets økonomiske bistand. Her skal det sikres, at risikoen ved at yde lånet afspejler sikkerheden for lånet. Hertil er det ledelsens ansvar for, at der foretages en tilstrækkelig omfattende kreditvurdering.

Af Betænkningen fremgår det, at selskabet kun bør stille midler til rådighed, såfremt det kan forventes, at en professionel långiver – som for eksempel en bank eller et realkreditinstitut – ville være villige til at gøre det samme[110].

Formålet med betingelsen er at få fastlagt, hvorvidt en potentiel økonomisk bistand sker på et økonomisk forsvarligt grundlag med hensyn til selskabets generelle interesser og samlede forpligtelser.[111]

3.4.1.2 Betingelse 2: Generalforsamlingens godkendelse

Til trods for, at det er ledelsen som skal udarbejde redegørelsen for selvfinansiering, er det generalforsamlingen som på baggrund af ledelsens redegørelse skal godkende

[108] (Steffensen, 2014), s. 424.
[109] (Kure, 2011), s. 293.
[110] Betænkningen, s. 1024.
[111] Betænkningen, s. 1023.

selvfinansieringen, jf. SEL § 207, stk. 1. Hertil kan det bemærkes, at generalforsamlingen ikke kan bemyndige ledelsen til at yde lovlig selvfinansiering. Dette står i kontrast til andre kapitalændringsbestemmelser – herunder kapitalforhøjelse/-nedsættelse og udbytteudlodning.[112]

Godkendelsen træffes med samme majoritet, som kræves til vedtægtsændring, jf. 106, jf. SEL § 207, stk. 2. Det betyder, at beslutningen skal godkendes med mindst 2/3 af såvel de afgivne stemmer som af den repræsenterede kapital.

3.4.1.3 Betingelse 3: Skriftlig redegørelse fra selskabets centrale ledelsesorgan

Selskabets centrale ledelsesorgan, jf. SEL § 5, nr. 4, skal fremlægge en skriftlig redegørelse om selvfinansieringen for generalforsamlingen, jf. SEL § 207, stk. 1, 2. pkt. Redegørelsen skal offentliggøres hos Erhvervsstyrelsen og skal være modtaget senest to uger før generalforsamlingens godkendelse af selvfinansieringen, jf. SEL § 207, stk. 3.

Det er ikke bestemt, at initiativet til selvfinansiering skal tages af den centrale ledelse, hvormed en kapitalejer godt kan stille forslag om selvfinansiering. Dog skal redegørelsen udarbejdes af selskabets centrale ledelsesorgan, som kan nægte at udarbejde redegørelsen og derved afvise et forslag om selvfinansiering. Kapitalejeren kan ikke forpligte det centrale ledelsesorgan, men kan tage initiativ til at udskifte ledelsen, såfremt den nægter selvfinansiering.[113]

Det følger af bestemmelsen, at redegørelsen som minimum skal indeholde følgende, jf. stk. 1. Det skal hertil understreges, at hvis der i den konkrete situation måtte være anden væsentlig information, skal denne med i redegørelsen til generalforsamlingen[114].

Betingelser for redegørelsen:

1) Baggrunden for forslaget om økonomisk bistand,
2) Beskrivelse af selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition,
3) De betingelser, der er knyttet til gennemførelsen,
4) En vurdering af de konsekvenser, som dispositionen måtte medføre for selskabets likviditet og solvens, og
5) Den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene.

Ad 1) skal der redegøres for baggrunden for selvfinansiering, jf. SEL § 207, stk. 1, nr. 1, hvilket formegentlig indebærer en beskrivelse af hvem som har taget initiativ til forslaget, på hvilken baggrund og med hvilket formål. Hertil er det nærliggende at beskrive den potentielle køber, såfremt vedkommende ikke allerede er kapitalejer i selskabet.[115]

[112] (Kruhl, 2014), s. 192.
[113] (Kure, 2011), s. 295 og (Kure, 2018), s. 132.
[114] (Bunch, 2018), s. 917.
[115] (Kure, 2011), s. 295.

Det skal bemærkes, at den skriftlige redegørelse skal foreligge på baggrund af et konkret forslag om selvfinansiering. Det er således ikke muligt generelt at bemyndige ledelsen til at foretage en redegørelse inden for generalforsamlingens rammer.[116]

Ad 2) skal redegørelsen indeholde information om selskabets interesse i den konkrete disposition, jf. SEL § 207, stk. 1, nr. 2. Der gælder ikke et direkte krav om, at selvfinansieringen skal være i selskabets interesse, men blot, at der skal redegøres herfor. På ulovbestemt grundlag følger det dog, at ledelsen skal varetage selskabets interesse. Derfor tilfører en redegørelse for selskabets interesse efter nr. 2 ikke noget nyt i forhold til, hvad der allerede må antages at være er gældende[117]. Dog skal redegørelsen offentliggøres, hvormed der kan argumenteres for en højere grad af transparens.

I vurderingen af om lovlig selvfinansiering er i selskabets interesse, bør der foretages en helhedsvurdering af den konkrete selvfinansieringsdisposition, hvilket også omfatter finansieringens størrelse, form og en kreditvurdering af modtagerkredsen. Overordnet set skal der foretages en cost-benefit-analyse, hvortil det sikres, at dispositionens ulemper ikke overstiger dens fordele.[118]

Et eksempel på, hvornår det er i selskabets interesse at yde selvfinansiering kan være den situation, hvor en kapitalejer hindrer selskabets videre udvikling. Da vil det være i selskabets interesse at købe denne kapitalejer ud af ejerkredsen.[119]

Ad 3) skal redegørelsen indeholde information om de betingelser, som er knyttet til gennemførelsen, jf. SEL § 207, stk. 1, nr. 3. Det fremstår ikke klart, hvad der menes med *gennemførelsen*, idet dette både kan relatere sig til gennemførelsen af selvfinansieringen og til gennemførelsen af tredjemands erhvervelse af kapitalandele. I praksis vil disse to ofte være indbyrdes forbundet, hvorfor det vil være naturligt at beskrive begge forhold i redegørelsen.[120]

Ad 4) skal redegørelsen indeholde en vurdering af de konsekvenser, som selvfinansieringen medfører for selskabets likviditet og solvens, jf. SEL § 207, stk. 1, nr. 4. Kravet udspringer af ledelsens almindelige pligt til at sikre forsvarligt kapitalberedskab, jf. SEL §§ 115, stk. 1 og 118, stk. 2.

Ad 5) skal redegørelsen indeholde information om prisen, som tredjemand skal betale for kapitalandelene i selskabet, jf. SEL § 207, stk. 1, nr. 5.

Hvis selvfinansieringen anvendes til at købe selskabets egne kapitalandele eller tegning af nye kapitalandele, foreligger der yderligere et krav om, at prisen skal være *rimelig*. Dette har til formål at sikre, at de eksisterende kapitalejere ikke udvandes som følge heraf, jf. ændringsdirektivet art. 1, nr. 6.

---

[116] (Kure, 2011), s. 296.
[117] (Kure, 2011), s. 296.
[118] (Kure, 2011), s. 296.
[119] (Steffensen, 2014), s. 422.
[120] (Kure, 2011), s. 297.

Hertil bemærker *Kure*, at denne pligt ikke er blevet implementeret i dansk ret, hvormed et dansk kapitalselskab ikke kan stilles til regnskab for en rimelig pris. Derved opfylder Danmark i princippet ikke sine EU-retslige forpligtelser, da national ret stiller lempeligere krav end direktivet.[121]

Da redegørelsen skal offentliggøres i Erhvervsstyrelsens IT-system, jf. SEL § 207, stk. 3, vil det per definition ikke være muligt at holde købsprisen hemmelig, hvilket er en væsentlig ulempe for LBOs, som af flere grunde ikke har interesse i, at købsprisen offentliggøres. Det kan blandt andet skyldes det forhold, at prisen kan sende et signal til markedet om det opkøbe selskabs konkurrencemæssige situation, hvilket kan påvirke kapitalfondens forhandlingsposition ved en senere exit. Dette krav er formegentlig årsagen til, at lovlig selvfinansiering ikke benyttes af LBOs.

3.4.1.4 Betingelse 4: Forsvarligt inden for de frie reserver, jf. selskabets seneste årsrapport

Den økonomiske bistand må på intet tidspunkt overstige, hvad der er forsvarligt i forhold til selskabets økonomiske stilling, og må maksimalt svarer sig til, hvad der må anvendes til udlodning af ordinært udbytte, jf. 180, stk. 2, jf. SEL § 208. Kravet om, at det på *intet tidspunkt* må overstige, hvad der er forsvarligt, kunne indikere, at forsvarligheden løbende skal vurderes. Dette er dog ikke korrekt, idet vurderingen skal foretages, når finansieringen ydes.[122]

Det fremgår af ÅRL[123], at der skal oprettes en reserve for udlån og sikkerhedsstillelse på egenkapitalen svarende til størrelsen af udlånet til lovlig selvfinansiering, jf. ÅRL § 35 a.

Bestemmelsen sætter en øvre grænse for, hvor stort et beløb der kan bruges på lovlig selvfinansiering. Dermed burde lovlig selvfinansiering ikke øge risikoen for kreditorerne i selskabet, da selskabets soliditet ikke påvirkes, da midlerne ikke forlader selskabets aktivmasse.

Hertil må der kun ydes selvfinansiering svarende til selskabets frie reserver – dvs. de midler som kan anvendes til ordinært udbytte, jf. SEL § 180, stk. 2 – hvilket fremgår af selskabets årsrapport. Dermed kan optjent overskud i indeværende regnskabsår, som kan udloddes som ekstraordinært udbytte ikke anvendes til selvfinansiering.[124] Med referencen til udbytteudlodning (§ 180, stk. 2) anerkendes det, at forsvarlighedsvurderingen ved lovlig selvfinansiering er sammenfaldende med forsvarlighedsvurderingen ved udbytteudlodning[125].

Udover, at beløbet skal kunne rummes i den frie reserve, foreligger der yderligere en begrænsning: Det skal tillige være forsvarligt under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling. Såfremt selskabet er et moderselskab, skal det vurderes ud fra hele koncernens økonomiske stilling. Dette indebærer, at det formegentlig sjældent vil være forsvarligt at udlåne alle selskabets frie reserver til lovlig selvfinansiering. [126]

---

[121] (Kure, 2011), s. 297.
[122] (Kure, 2018), s. 137.
[123] Lbk. 2015-12-10 nr. 1580 Årsregnskabsloven ("**ÅRL**").
[124] (Steffensen, 2014), s. 423.
[125] (Kruhl, 2014), s. 194.
[126] (Kure, 2018), s. 137.

3.4.1.5 Betingelse 4: Sædvanlige markedsvilkår

Det er en betingelse, at den økonomiske bistand ydes på sædvanlige markedsvilkår, såfremt der skal være tale om lovlig selvfinansiering, jf. SEL § 209. Det fremgår af bemærkningerne til § 209, at formålet med bestemmelsen er at sikre, at selskabets midler ikke stilles til rådighed for tredjemand på vilkår, der forfordeler visse eksisterende kapitalejere, eller på urimelig vis forringer kreditorernes stilling. Betingelsen er i høj grad sammenfaldende med kreditvurderingen. Derfor skal ledelsen foretage en reel risikovurdering af selvfinansieringen[127].

Ifølge Erhvervsstyrelsens vejledning om sikkerhedsstillelse betyder kravet om sædvanlige markedsvilkår, at selskabet kun kan stille sikkerhed, såfremt andre aktører i markedet ville være villige til at stille samme sikkerhed under samme vilkår[128]. Dette krav skal ifølge *Andersen* ikke tolkes restriktivt, da det ikke er et krav om, at tilsvarende vilkår *faktisk* kan opnås i markedet[129].

Kure påpeger, at der er efterladt et bredt skøn til det centrale ledelsesorgan, da det ikke er oplagt hvilken målestok der skal anvendes i vurderingen af sædvanlige markedsvilkår. Afgørende i praksis må være om ledelsen er i stand til at dokumentere, at vilkårene har været overvejet, og med rimelighed konkluderet, at dette var inden for rammen af sædvanlige markedsvilkår.[130]

3.4.2 Forbindelseskravet – tidsmæssig rækkevidde for lovlig selvfinansiering

Ud fra bestemmelsens ordlyd fremgår det, at den lovlige selvfinansiering skal ske *i forbindelse med* tredjemands erhvervelse af kapitalandelene. Hertil skal det konkret vurderes, hvornår dette forbindelseskrav er opfyldt.

I forlængelse af den tidsmæssige rækkevidde for selvfinansieringsforbuddet i SEL § 206, stk. 1[131], foreskriver *Lund-Andersen*, at den økonomiske bistand er omfattet af lovlig selvfinansiering, såfremt dispositionen fremgår af finansieringsplanerne (dvs. scenarie 1 og 2). Hvad angår scenarie 3, hvor den økonomiske bistand *ikke* fremgår af finansieringsplanen og først ydes efterfølgende, er *Lund-Andersen* mere tvivlsom.[132]

Ud fra art. 23 (1) i 2. selskabsdirektiv står der, at der kan ydes økonomisk bistand, når dette sker *med henblik på* tredjemands erhvervelse. Dermed tages der sigte på, at den lovlige selvfinansiering skal finde sted *før* eller *senest samtidig* med erhvervelsen. Endnu et argument herfor er ordlyden af SEL § 207, som foreskriver, at redegørelsen til generalforsamlingens godkendelse skal indeholde prisen på kapitalandelene, som tredjemand *skal betale*.[133]

---

[127] (Kruhl, 2014), s. 195.
[128] (Bunch, 2018), s. 910.
[129] (Andersen, 2013), s. 293.
[130] (Kure, 2011), s. 299.
[131] Se evt. afsnit 3.3.3.
[132] (Lund-Andersen, 2012), s. 122-123.
[133] (Lund-Andersen, 2012), s. 123.

Dermed opstår der en ulogisk asymmetri mellem Erhvervsstyrelsens fortolkning af forbuddet og undtagelsen om lovlig selvfinansiering, idet selskabet i denne situation (scenarie 3) er omfattet af forbuddet, men ikke af bestemmelserne om lovlig selvfinansiering.[134]

Det følger af Erhvervsstyrelsens praksis, at efterfølgende økonomisk bistand, som ikke har været en del af finansieringsplanen, vil være omfattet af forbuddet, såfremt dispositionen anvendes til at afdrage akkvisitionsgælden.[135]

Kure anfægter hertil, at undtagelsen om lovlig selvfinansiering vil finde anvendelse i alle de situationer, hvorpå forbuddet finder anvendelse[136]. Herved hersker der igen symmetri mellem selvfinansieringsforbuddet (udgangspunktet) og lovlig selvfinansiering (undtagelsen).

3.4.3 Sanktioner for overtrædelse

Se afsnit 3.3.4 om Sanktioner for overtrælse af selvfinansieringsforbuddet.

3.4.4 Opsamling

Lempelsen af selvfinansieringsforbuddet har medført, at det blev muligt at anvende selvfinansiering i en LBO-transaktion, såfremt bestemmelsens betingelser – også kaldet for *whitewash*-proceduren – opfyldes. I praksis anses muligheden for lovlig selvfinansiering ikke at ændre retsstillingen markant, idet muligheden er ledsaget af en række kumulative betingelser, som er vanskelige at opfylde.

Dette gælder for betingelsen om, at den lovlige selvfinansiering skal foregå på sædvanlige markedsvilkår, som det centrale ledelsesorgan er ansvarlig for. Til trods for, at der kan skønnes bredt, efterlader det også en usikkerhed om, hvor meget der kræves af skønnet. Dette vil gøre ledelsen mindre villige til at foretage lovlig selvfinansiering, idet risikoen for personligt ansvar kan blive for stor.

Særligt i forhold til LBOs er offentlighedskravet af redegørelsen efter SEL § 207, stk. 3 en væsentlig ulempe, og anses for at være hovedårsagen til, at LBOs ikke anvender muligheden for lovlig selvfinansiering. Det er særligt offentliggørelsen af tredjemands købspris for kapitalandelene, som giver udfordringer, da prisen ønskes at holdes hemmelig med hensyn til en fremtidig exit-forhandling.

Desuden synes der fortsat at herske tvivl om fortolkningen af *whitewash*-proceduren. Denne usikkerhed, sammenholdt med de ovennævnte ulemper, bevirker til, at LBOs som det praktiske udgangspunkt ikke anvender lovlig selvfinansiering til at optimere kapitalstrukturen i Target, men i stedet debt push down.

---

[134] (Lund-Andersen, 2012), s. 123.
[135] (Lund-Andersen, 2012), s. 123.
[136] (Kure, 2011), s. 300.

3.5 Debt push down

En alternativ metode, hvorpå kapitalfonde kan optimere kapitalstrukturen i Target er ved at udlodde udbytte, som en form af efterfinansiering. Denne proces kaldes også for debt push down, idet akkvisitionsgælden bliver skubbet ned til Target[137].

3.5.1 Udbytteudlodning

Bestemmelserne om udlodning af udbytte følger af SEL kapitel 11 om kapitalafgang, og er mere præcist angivet i SEL §§ 179-195. Det fremgår af SEL § 179, stk. 1, at uddeling af selskabets midler kun kan ske ved ordinært udbytte, ekstraordinært udbytte, udlodning ved kapitalnedsættelse og udlodning ved opløsning af selskabet.

Bestemmelserne har til formål at sikre tilstedeværelsen af selskabskapitalen i selskabet og varetagelsen af kreditorernes interesse[138].

Betalinger til kapitalejere i forbindelse med almindelige forretningsmæssige dispositioner, som indebærer en ydelse og modydelse, er ikke omfattet af disse bestemmelser[139]. Dermed vil der være mulighed for, at LBOs kan modtage betaling for dets rådgivning uden, at betalingen skal udloddes som udbytte. Det skal dog fortsat ske betaling på sædvanlige markedsvilkår.

Udlodning af udbytte kan enten ske ved ordinært udbytte, jf. SEL § 180 som følge af generalforsamlingens godkendelse ved den ordinære generalforsamling eller som ekstraordinært udbytte, jf. SEL § 182, som kan udloddes i løbet af året med godkendelse fra en ekstraordinær generalforsamling. For kapitalfonde foreligger der en udlodningsbegrænsning, som bevirker, at der ikke kan udloddes ekstraordinært udbytte inden for 24 måneder efter erhvervelsen af Target. Derfor vil udbytteudlodning af ekstraordinært udbytte ikke blive behandlet yderligere.

3.5.1.1 Ordinært udbytte

Generalforsamlingen træffer beslutning om udbytteudlodning. Beslutningen om udlodning træffes med simpelt flertal, jf. SEL § 106, medmindre andet følger af selskabets vedtægter, jf. SEL § 105. Generalforsamlingen må ikke beslutte udlodning af højere udbytte end foreslået eller tiltrådt af selskabets centrale ledelsesorgan, jf. SEL § 180, stk. 1.

Det er udelukkende selskabets frie reserver, som kan udloddes som ordinært udbytte. Af SEL § 180, stk. 2 fremgår det, at selskabets frie reserver er et beløb, som i selskabets senest godkendte årsregnskab er opført som overført overskud, og reserver, som ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter, med fradrag af overført underskud.

Såfremt generalforsamlingen ønsker et højere udbytte end det foreslåede, er det en forudsætning, at selskabets centrale ledelsesorgan tiltræder det højere udbytte. Dog vil der ikke

[137] Begrebet er nærmere defineret i afsnit 2.3.2.1.
[138] (Werlauff, 2006), s. 369.
[139] Bemærkninger til § 179 til Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LFF 2009-03-25 nr. 170.

være noget til hinder for, at generalforsamlingen beslutter at udlodde et lavere beløb end hvad det centrale ledelsesorgan har foreslået.[140]

Afsluttende bør det påpeges, at likviditet ikke er en forudsætning for udbetaling af udbytte. Derfor kan et selskab godt optage lån til brug for udbyttebetaling mod sikkerhed i selskabets aktiver. Dog skal ledelsen sikre, at det er forsvarligt efter SEL § 179, stk. 2.[141] I et LBO-perspektiv er dette en særdeles attraktiv fordel ved debt push down.

Det følger af SEL § 179, stk. 2, at ledelsen er ansvarlig for, at udlodningen af udbytte ikke overstiger, hvad der er *forsvarligt* under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling. Som angivet ovenfor omfatter det, at ledelsen skal vurdere selskabets nuværende og fremtidige situation forinden der kan ske udbytteudlodning.

Da ledelsen kan ifalde et personligt ansvar vil den være særlig påpasselige med denne vurdering og hvorvidt det er i selskabets interesse, at der sker udbytteudlodning, som er finansieret ved at optage lån. Derfor er ledelsen særligt opmærksom på, når en LBO ønsker at lave et debt push down, hvor der netop optages lån til udbytteudlodning. Da LBOs ledelse har stor erfaring med debt push down og hertil ofte deltager aktivt i Targets ledelse, vil denne vurdering ikke være ligeså omfattende.

I det centrale ledelsesorgans vurdering af, hvad der forsvarligt kan udloddes som udbytte, skal der foretages en konkret vurdering af selskabets økonomiske situation. Denne vurdering gælder også i perioden mellem ledelsens forslag til udlodning og generalforsamlingens afholdelse. Derfor har ledelsen pligt til at nedjustere dets forslag, såfremt den økonomiske situation ændrer sig i den mellemliggende periode[142]. Dette er en vigtig pointe, som i teorien kan reducere værdien af Targets kapitalstruktur, hvis det viser sig, at selskabet ikke kan udlodde det planlagte beløb.

Til vurderingen af selskabets interesse anfægter *Ilum* og *Andersen*, at en LBO kan udføre debt push down med den forretningsmæssige begrundelse, at ledelsen sammen med kapitalejerne i Target har vurderet, at Targets økonomiske midler ligger bedst placeret hos kapitalejerne.[143]

3.5.2 Udbytteudlodningens tidsmæssige rækkevidde

I de følgende afsnit vil det blive undersøgt om selvfinansieringsforbuddet begrænser, hvornår udbytteudlodning kan finde sted. Der tages udgangspunkt i tre scenarier:

---

[140] Bemærkninger til § 180 til Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LFF 2009-03-25 nr. 170.
[141] Karnovs note nr. 934 til § 180 i SEL.
[142] Bemærkninger til § 180 til Forslag til lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), LFF 2009-03-25 nr. 170.
[143] (Ilum, 2007), s. 5.

Tre scenarier for den tidsmæssige rækkevidde for udbytteudlodning:

1) Udbytteudlodning *før* tredjemands erhvervelse,
2) Udbytteudlodning *samtidig med* tredjemands erhvervelse, og
3) Udbytteudlodning *efter* tredjemands erhvervelse.

I de følgende afsnit vil de tre scenarier blive gennemgået.

Ad 1) synes dette scenarie ikke at give anledning til problemer. Man kunne anfægte, at udbytteudlodning *før* overtagelsen af kapitalandele er selvfinansiering, da egenkapitalen reduceres, hvilket (alt andet lige) resulterer i en lavere købspris. Dette vil betyde, at LBO'en skal betale mindre i forhold til, hvis udlodningen ikke havde fundet sted.

Dog indebærer dette ikke, at udlodningen er omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Her anfægter *Bunch* og *Whitt*, at forbuddet ikke forhindrer udbytteudlodningen til trods for, at Target skal sælges efterfølgende.[144]

Ad 2) havde Østre Landsret i TfS 2004.623Ø ("**Digidan**") mulighed for at tage stilling til, hvorvidt udbytteudlodning er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, såfremt udlodningen sker *samtidig med* erhvervelsen af kapitalandele. Landsretten fandt, at der forekom selvfinansiering, idet udbytteudlodningen – som ellers var lovligt udført – *direkte* finansierede opkøbet af Target selv, og tilfaldt samtidig med tredjemands erhvervelse.

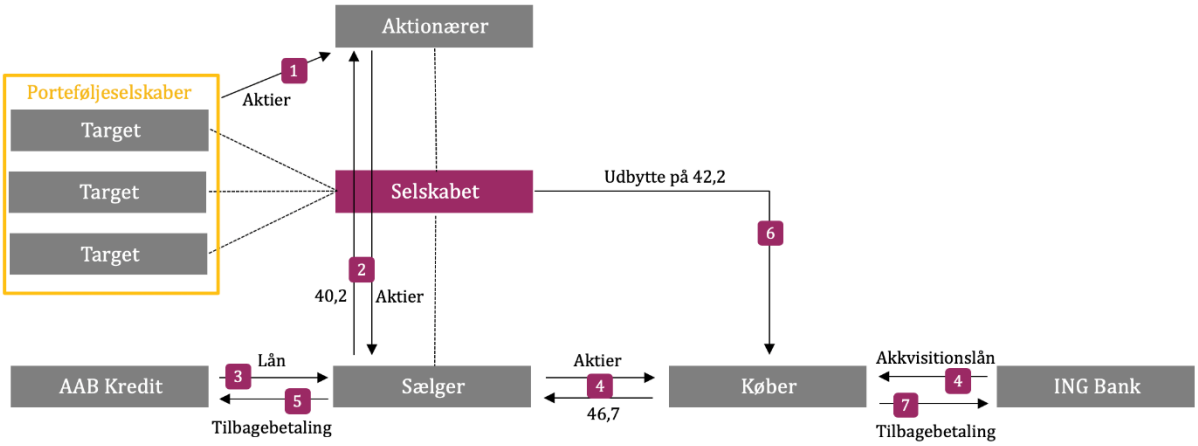
Landsrettens afgørelse er i den juridiske litteratur blevet kritiseret en del. *Werlauff* anfægter blandt andet, at en lovlig udbytteudlodning ikke kan gøres ulovlig udelukkende fordi den anvendes til at betale sælgeren for erhvervelsen af kapitalandelene[145]. Hertil tilføjer han, at Landsretten fejlagtigt giver medhold i det argument, at selvfinansieringsforbuddet er *lex specialis* i forhold til kapitalbeskyttelsesreglerne – herunder udbyttereglerne.[146] Det modsatte bliver statueret ved *Procuritas*-dommen (U2006.145H), som gennemgås i næste afsnit.

Hertil kan dommen heller ikke tiltrædes ud fra et kreditorbeskyttelseshensyn, da det må være underordnet om udbyttet går til sælger eller køber, og i givet fald hvad udbyttet anvendes til. I begge scenarier reduceres egenkapitalen med ekssagt samme beløb, og stiller dermed kreditoren lige vidt. Det kan med rette antages, at udbytteudlodning som falder *samtidig med* tredjemands erhvervelse ikke er omfattet af forbuddet, og derfor er lovligt.

Ad 3) blev der ved U2006.145H ("**Procuritas-dommen**") taget stilling til, hvorvidt en udbytteudlodning, som fyldt ud efterlever betingelserne for kapitalafgang, kunne være ulovlig efter selvfinansieringsforbuddet *efter* tredjemands erhvervelse. Sagen vedrørte en selskabstømning af Procuritas MBO Invest A/S (I dette afsnit "**Selskabet**"):

[144] Bunch (2018), s. 872.
[145] (Werlauff, 2004), s.
[146] (Werlauff, 2011), s. 367.

I efteråret 1993 besluttede kapitalejerne i Selskabet, hvis aktivitet bestod i at opkøbe kapitalandele, at aktiviteterne i Selskabet skulle afvikles. Her overvejede man likvidation, men besluttede i stedet at sælge Selskabet på følgende måde:



Beskrivelse af Selskabets salg til Køber:

1) Selskabet solgte dets porteføljeaktier til dets aktionærer, hvor Selskabet efterfølgende havde en likvid beholdning på 53,2 mio. kr. og en egenkapital på 40,2 mio. kr.
2) Herefter solgte Selskabets aktionærer dets kapitalandele i Selskabet til dets svenske datterselskab, Procuritas AB (i dette afsnit "**Sælger**") for 40,2 mio. kr.
3) Til gennemførelsen af denne transaktion optager Sælger et lån i banken (AAB Kredit).
4) Sælger solgte herefter kapitalandelene i Selskabet til EIC Shipping Holding A/S (i dette afsnit "**Køber**") for 46,7 mio. kr. svarende til egenkapitalen plus 50 % af Selskabets skatter. Til gennemførelsen af denne transaktion optager Køber et akkvisitionslån i banken (ING Bank).
5) Købsprisen anvendes af Sælger til at indfrie lånet,
6) Et par dage senere beslutter Selskabet på dets generalforsamling at udlodde udbytte for 42,2 mio. kr. til dets nye moderselskab, Køber.
7) Udbyttet blev af Køber brugt til delvis indfrielse af akkvisitionslånet.

Til dette påstod Skatteministeriet (Sagsøger), at udlodningen var omfattet af selvfinansieringsforbuddet i SEL § 206, stk. 1 og desuden, at udlodningen ikke kunne anses for at være sket forsvarligt.

Højesteret fandt, at ovenstående ikke var i strid med selvfinansieringsforbuddet, da[147]:

"...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 [nu SEL § 180, stk. 2], indebærer en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering i lovens § 115, stk. 2 [nu SEL § 206, stk. 1]..."

---

[147] U2006.145H ("**Procuritas**"), s. 18.

Højesteret lagde vægt på, at de tilbageværende midler var tilstrækkeligt til at fortsætte driften i Selskabet. Hertil tilføjes, at Selskabet ikke var insolvent, da der stadig var 11 mio. tilbage – til trods for udbytteudlodningen på 42,2 mio. kr.

På baggrund af dommen kan der anlægges en *lex specialis*-betragtning, hvor udbyttereglerne har forrang for selvfinansieringsforbuddet. Dermed vil efterfølgende udbytteudlodning udgøre lovlig efterfinansiering under forudsætning af, at betingelserne for udbytteudlodning er opfyldt. *Werlauff* argumenterer her for en udvidet *lex specialis*-betragtning, hvor alle transaktioner i den beskyttende kategori[148] er *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet.[149]

I forhold til det tidsmæssige element kan det udledes, at lovligheden af debt push down ikke afhænger af, hvornår finansieringen finder sted. For en LBO vil dette øge sikkerheden ved transaktionen, idet der ikke hersker fortolkningstvivl, hvilket er en fordel for kapitalfonden.

3.5.3 Sanktioner for overtrædelse

Ulovlig udbytteudlodning skal af modtageren tilbagebetales med et tillæg på en årlig rente svarende til den rente, der er i rentelovens § 5, stk. 1 og 2, med et tillæg af 2 %, jf. SEL § 194, stk. 1. I modsætning til tilbagebetaling af ulovlig selvfinansiering, kan der opstå en situation, hvor udlodningen ikke skal tilbagebetales. Det gælder, når modtageren ikke indså eller burde have indset, at der var tale om ulovligt udbytte. I forhold til kapitalfonde vil der være en formodning for, at de er i ond tro, idet de som professionel aktør foretager udbytteudlodning som en del af deres forretning.

Såfremt udbyttet ikke kan tilbagebetales, er de personer, som har medvirket til beslutningen ansvarlige efter dansk rets almindelige erstatningsbetingelser, jf. SEL § 194, stk. 2.

3.5.1 Opsamling

Debt push down er en alternativ finansieringsmetode, som en LBO kan anvende, idet udbyttereglerne udgør *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet i SEL § 206, stk. 1, jf. Procuritas-dommen. Dette gælder uanset om udlodningen sker før, samtidig med eller efter LBO'ens erhvervelse. Udlodningen af dog betinget af, at ledelsen finder det forsvarligt i forhold til selskabets økonomiske stilling, jf. SEL § 179, stk. 2, og at udbyttet udgør en fri reserve, jf. SEL § 180, stk. 2.

3.6 Udlodningsbegrænsninger

I det følgende skal det undersøges om FAIF-loven stiller strengere krav til en LBOs mulighed for at optimere Targets kapitalstruktur. Dette vil navnlig være en analyse af FAIF-lovens § 75, som begrænser udbytteudlodningen.

[148] Herunder er blandt andet udbytteudlodning, fusion, kapitalnedsættelse og likvidation.
[149] (Werlauff, 2006), s. 369.

Det fremgår eksplicit af FAIF-direktivet, at forvaltere af kapitalfonde også er underlagt denne regulering, jf. FAIF-direktivets præambel (8). På linje hermed har Finanstilsynet offentliggjort en Q&A, hvoraf det fremgår, at en typisk AIF er en kapitalfond.[150]

En forvalter er forpligtet i en periode på 24 måneder til ikke at muliggøre, støtte eller give instruks til nogen udlodning til kapitalejere, når denne opnår bestemmende indflydelse over et unoteret selskab eller en udsteder, jf. FAIF-lovens § 75, stk. 1, nr. 1. Hertil bør det bemærkes, at FAIF-lovens definition på *bestemmende indflydelse* adskiller sig fra SEL, idet FAIF-loven definerer dette som råderet over mere end 50 % af stemmerne i selskabet, jf. FAIF-loven § 71, stk. 1. SEL definerer dette mere dynamisk, idet man kan have bestemmende indflydelse og eje mindre end 50 % af stemmerne – for eksempel ved en ejeraftale.

Pligtsubjektet er forvalteren af en AIF (herunder en LBO), som skal træffe alle rimelige forholdsregler for at forhindre, at udbytteudlodning finder sted, jf. FAIF-loven § 75, stk. 1, nr. 2. Hertil kan det diskuteres, hvorvidt kapitalfondens SPV'er skal anses for at være en AIF eller et selvstændigt kapitalselskab, som dermed ikke er omfattet af FAIF-loven. SPV'erne må dog ud fra en omgåelsesbetragtning anses for at være en del af LBO-konstruktionen, da en LBO i modsatte fald let ville kunne konstruere sig ud af FAIF-loven ved stiftelse af et SPV.

Stk. 1 modificeres af FAIF-lovens § 75, stk. 3: Her er det bestemt, at stk. 1. ikke er til hinder for, at forvalteren medvirker til udlodninger til kapitalejere, når der til udlodningen udelukkende anvendes frie reserver, jf. FAIF-lovens § 73, stk. 3.

Dermed medfører stk. 3, at forvalteren ikke har pligt til at søge at forhindre, at der sker udlodning af udbytte i selskabet, når en sådan udlodning ville være i overensstemmelse med princippet i SEL § 180, stk. 2 om midler til ordinært udbytte. Derimod vil forvalteren ikke kunne medvirke til udlodning af ekstraordinært udbytte i selskabet, jf. Karnovs note nr. 531 til FAIF-lovens § 75, stk. 3.

Dermed bliver den primære effekt af § 75, at der pålægges forvalteren en særskilt pligt til at sikre, at Target ikke udlodder ekstraordinært udbytte inden for de første 24 måneder efter opnåelsen af bestemmende indflydelse. I forhold til ordinært udbytte supplerer FAIF-loven de bestemmelser som allerede finder anvendelse på Target i SEL.[151]

3.6.1 Sanktion for overtrædelse

Hvis en FAIF overtræder FAIF-lovens § 75, stk. 1, vil det blive sanktioneret med bøde eller fængsel indtil fire måneder, medmindre højere straf er forskyldt efter anden lovgivning jf. FAIF-loven § 190, stk. 1.

3.7 Delkonklusion

Ud fra ovenstående analyse kan det konkluderes, at selskabsretten begrænser en LBOs mulighed for at optimere kapitalstruktur i Target, idet kapitalfonden ikke frit kan anvende

[150] (Birkmose, 2015), s 38.
[151] (Birkemose, 2015), s. 220.

Targets midler til finansieringen af Target. Dette skyldes forbuddet mod selvfinansiering i SEL § 206, hvis formål er at beskytte Targets kreditorer og minoritetsaktionærer. Ved indførelsen af lovlig selvfinansiering blev den tidligere retsstilling lempet, og selvfinansiering blev lovliggjort, såfremt *whitewash*-proceduren var opfyldt, jf. SEL § 206, stk. 2, jf. SEL § 206, stk. 3 og §§ 207-209.

Dog ses lovlig selvfinansiering ikke anvendt i praksis, idet flere af betingelserne i proceduren vanskelige at opfylde eller i strid med en LBOs incitamenter. Særligt kan betingelsen om en skriftlig redegørelse, som indeholder købsprisen på kapitalandelene nævnes, som en væsentlig ulempe for kapitalfonden. Hertil hersker der stadig en lav retssikkerhed ved lovlig selvfinansiering, som sammenholdt med ovenstående bevirker til, at kapitalfonde anvender alternative metoder til, at Targets midler kan indgå i opkøbet af selskabet selv.

Et eksempel på en alternativ metode er debt push down, som udnytter, at udbyttereglerne er *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet, jf. Procuritas-dommen. Dette er en fordel for LBOs, som kan anvende en effekt og velafprøvet proces med høj retssikkerhed. I forhold til optimal kapitalstruktur i Target, sætter både lovlig selvfinansiering og debt push down en begrænsning, da det kun er selskabets frie reserver, som kan udnyttes.

Hertil bliver konsekvensen af et debt push down, at midlerne som udloddes definitivt forlader Target, hvilket står i kontrast til lovlig selvfinansiering, hvor midlerne udbetales i form af et lån således, at midlerne stadig bliver i Targets aktiv masse og fremgår i selskabets regnskab under reserve for udlån og sikkerhedsstillelse, jf. årsregnskabslovens § 35 a, stk. 1.

Desuden skal forvalteren af LBO'en forholde sig til udlodningsbegrænsningen i FAIF-loven § 75, stk. 1, som i praksis delvis supplerer Target-selskabets selskabsretlige forpligtelser. Hertil begrænses adgangen til at udlodde ekstraordinært udbytte inden for 24 måneder efter erhvervelsen af Target.

4 Kapitel 4 – Optimal kapitalstruktur i Target

Strukturen for dette kapitel er todelt: Først undersøges det, hvilke variabler som en optimal kapitalstruktur afhænger af ud fra kapitalstruktursteorien. Herefter skal det undersøges, hvordan en LBO optimerer kapitalstrukturen i Target ved at se nærmere på de værktøjer som muliggør en optimal kapitalstruktur for LBO'en.

Indledningsvist bør *kapitalstruktur* som begreb defineres: I dette speciale tages der afsæt i et selskabs passivside, som består af egen- og fremmedkapital (gæld). Dermed afgøres et selskabs optimale kapitalstruktur efter, hvordan denne fordeling er. Det interessante spørgsmål inden for kapitalstruktursteorien er om finansieringsbeslutninger kan skabe værdi for kapitalejerne, og i bekræftende hvad årsagen hertil er[152]. Dette vil der ses nærmere på i dette kapitel med henblik på at besvare specialets økonomiske problemstilling angående hvilke værktøjer en LBO anvender for at optimere kapitalstrukturen i Target.

4.1 Egen- vs. fremmedkapital

Fordelingen mellem egen- og fremmedkapital er et udtryk for, hvor meget gæld der er i selskabet i forhold til egenkapital – dvs. jo mere gæld selskabet har, jo højere er gearingen, og jo sværere er det at indhente ny kapital, idet risikoen for investorerne også stiger[153]. Denne risiko kan nedbringes ved at indskyde ny egenkapital. En investering i egenkapital er dog risikofyldt, da kapitalejerne i tilfælde af konkurs først får deres investering tilbage, når selskabets kreditorer er betalt fuldt ud. Derfor anses egenkapital for at være taknemmelig, da denne ikke skal tilbagebetales[154].

Hertil bør det bemærkes, at afkastet for egenkapital og gæld også er forskellig, hvilket påvirker parternes incitamenter: En kapitalejer opnår sit afkast i form af udbytte og et eventuelt afkast, når kapitalandelene sælges, hvorimod en kreditor får et afkast ved de løbende rentebetalinger. Desuden har en kapitalejer ikke krav på udbytte.

En kapitalejer og kreditor er begge begrænset i deres tab til deres indskud/udlån, men kapitalejeren er ubegrænset i sit mulige afkast på det investerede beløb. Dette giver kapitalejeren incitament til at gamble på kreditorernes bekostning[155]. Denne problemstilling er særligt relevant for LBOs, som netop udnytter dette forhold. Det vil blive behandlet yderligere i afsnit 4.2.4 om free cash flow-teorien.

Desuden bemærkes det, at enhver investering af kapital fremtvinger en offeromkostning, hvormed det er nødvendigt med et benchmark for de alternative investeringer[156]. Dette benchmark kommer til udtryk i form af et selskabs *kapitalomkostninger*, og beskrives som det

[152] (Christensen, 2005), s. 442.
[153] (Kure, 2018), s. 74.
[154] (Kure, 2018), s. 75.
[155] (Spliid, 2007), s. 362.
[156] (Brotherson, 2013), s. 2.

vægtede gennemsnit af omkostningerne for egen- og fremmedkapital, hvilket også kaldes for WACC[157]:

Formlen for WACC:

$$WACC = r_E * \frac{E}{V} + r_D * \frac{D}{V}$$

, hvor:

r_E	=	Afkastet på egenkapital	D	=	Markedsværdien for fremmedkapital
r_D	=	Afkastet på fremmedkapital	V	=	Selskabets samlede værdi (E+D)
E	=	Markedsværdien for egenkapital			

WACC har en negativ korrelation med et selskabs værdi, da selskabets værdi maksimeres, når WACC minimeres[158][159]. Dermed kan en LBO også øge værdien af Target ved at reducere dets kapitalomkostninger. Dette vil der ses nærmere på i afsnit 4.4.1 om struktureret finansiering. Hertil kan det påpeges, at et selskab kun skaber værdi i det omfang afkastet på den investerede kapital overstiger WACC.

4.2 Kapitalstruktursteori

4.2.1 M&M–teorien

Fundamentet for de mest anerkendte teorier om kapitalstruktur blev lagt i 1958 med M&Ms teori om kapitalstrukturens irrelevans. De efterfølgende teorier – herunder M&M selv – har videreudviklet ud fra M&Ms oprindelige teori. Derfor er dette et yderst relevant udgangspunkt for besvarelse af specialets økonomiske problemstilling.

Den oprindelige teori fra 1958 bygger på to *propositions* (engelsk for forslag) til, hvordan et selskabs kapitalstruktur kan beskrives.

4.2.1.1 Uden skat

Indledningsvis skal det understreges, at modellen bygger på en række betingelser, som er essentielle for teoriens konklusion. Disse er følgende:

Betingelser for M&Ms teori:

1) Ingen transaktionsomkostninger,
2) Ingen konkursomkostninger,
3) Ingen skatter,
4) Ingen interessekonflikter,
5) Symmetrisk information, og
6) Kapitalmarkedet er komplet.

---

[157] Engelsk for ***W**eighted **A**verage **C**ost of **C**apital*.
[158] (Hillier, 2017), s. 409.
[159] Se evt. illustration i afsnit 4.2.2.1.

4.2.1.1.1 Proposition I om kapitalstruktur

Ifølge M&M *proposition I* har kapitalstrukturen ingen indflydelse på markedsværdien af Target, da den er uafhængig heraf. Beskrevet på en mere pædagogisk måde illustrerer M&M dette ved en *mælkeanalogi*[160]: En landmand kan ikke tjene mere på mælken, hvis han laver noget af mælken til smør og sælger begge ting hver for sig.

For deres teori argumenterer M&M ud fra en arbitrage-betragtning: Hvis markedsværdien af Target ikke er uafhængig af kapitalstrukturen, vil en arbitrager købe billigt (sælge dyrt), hvilket vil presse prisen op (ned) på den pågældende aktie/obligation, som er undervurderet (overvurderet) indtil ligevægten igen nås.[161]

Derfor afhænger Targets markedsværdi udelukkende af nutidsværdien af de fremtidige betalingsstrømme således, at selskabet må øge dets indtjeningsgrundlag, hvis selskabet vil øge dets værdi. Hertil skal der korrigeres for usikkerheden for det forventede afkast.[162]

Mere populært anvendes følgende formel, som illustrerer samme pointe på en mere simpel måde. Dette vil danne fundamentet for specialet:

Proposition I:

$$V_L = V_U$$

, hvor:

V_L = Markedsværdien på Target med gæld[163]

V_U = Markedsværdien på Target uden gæld[164]

4.2.1.1.2 Proposition II om kapitalomkostninger

Ifølge M&M *proposition II* stiger kapitalomkostningerne på egenkapitalen i takt med gearingen (forholdet mellem egen- og fremmedkapital) stiger. Dette skyldes, at risikoen ved aktien stiger i takt med gældsandelen, hvilket investoren skal kompenseres for ved et højere forventet afkast. Det risikojusterede afkast vil derfor ikke ændre sig, hvis gælden øges[165]. Dermed kan en LBO ud fra denne teori kun opnå et højere afkast ved samtidig at påtage sig en øget risiko. Dette kan illustreres ved følgende formel[166]:

---

[160] (M&M, 1958), s. 279.
[161] (M&M, 1958), s. 269.
[162] (M&M, 1958), s. 269.
[163] Engelsk: *Unleveraged*, som forkortes "U".
[164] Engelsk: *Leveraged*, som forkortes "L".
[165] (M&M, 1958), s. 271.
[166] (M&M, 1958), s. 271.

Proposition II:

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) * \frac{D}{E}$$

, hvor:

r_E	=	Afkast på egenkapital	D	=	Markedsværdien af fremmedkapital
r_D	=	Afkast på fremmedkapitalen	E	=	Markedsværdien af egenkapital
r_A	=	Afkast på aktiverne (= $WACC$[167])			

Ovenstående formel er en anden måde at illustrere gearingseffekten[168] på, idet afkastet på egenkapitalen (r_E) vil stige (falde) i takt med, at gældsandelen ($\frac{D}{E}$) stiger (falder).

4.2.1.2 Med skat

I de følgende år blev M&Ms teori delvist kritiseret for deres betingelser i deres teori, som synes at være for omfattende og restriktive – særligt betingelsen om ingen skat. Derfor blev betingelserne i årene efter testet af flere forskere – herunder M&M selv – hvilket i 1963 førte til en korrektion af deres oprindelige teori. Deres opfattelse af skatteværdien ved gæld skulle tillægges en større værdi[169].

4.2.1.2.1 Proposition I om kapitalstruktur

M&M fandt en positiv sammenhæng mellem et selskabs markedsværdi og mængden af gæld – dvs. selskabets værdi stiger (falder), hvis fremmedkapitalen stiger (falder). Dette skyldes, at renterne på lånet er fradragsberettigede, og derfor kan fratrækkes i selskabets skattepligtige indkomst.

Dermed bliver et selskabs skattepligtige indkomst reduceret, hvilket øger værdien af selskabet – dette kaldes i teorien for "**skatteskjold**". Denne værdi er særlig relevant i LBO-sammenhæng, da kapitalfonden netop optager betydelig mængde gæld for at maksimere denne værdi. Hertil skal det tilføjes, at teorien antager, at gælden er en perpetuitet (*perpetual*) således, at nutidsværdien kan udregnes.

Derfor korrigeres *proposition I* til følgende:

Proposition I med skat:

$$V_L = V_U + PV(t * D)$$

, hvor:

V_L	=	Markedsværdien på Target med gæld	t	=	Skattesatsen
V_U	=	Markedsværdien på Target uden gæld	D	=	Markedsværdien på fremmedkapital
PV	=	Nutidsværdien (*present value*)			

[167] Se evt. formlen for WACC i afsnit 4.1.
[168] Se evt. afsnit 2.1.2.
[169] (M&M, 1963), s. 434.

4.2.1.2.2 Proposition II om kapitalomkostninger (med skat)

For den komplette gennemgangs skyld kan det påpeges, at *proposition II* efter lempelsen af betingelsen om ingen skatter bliver til følgende:

Proposition II med skat:

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) * \frac{D}{E} * (1 - t)$$

, hvor:

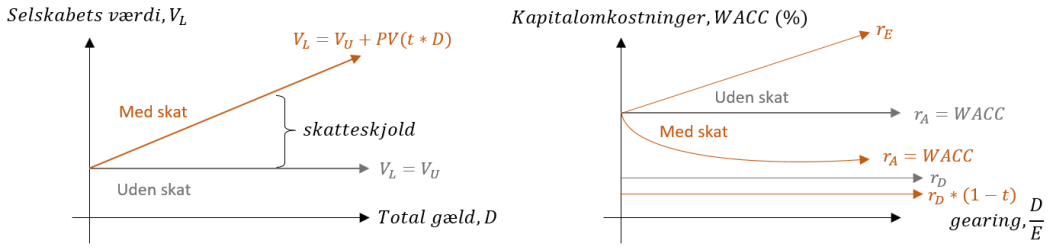
r_E	=	Afkast på egenkapital	D	=	Markedsværdien af
r_D	=	Afkast på fremmedkapitalen	E	=	Markedsværdien af egenkapital
r_A	=	Afkast på aktiverne (= $WACC$[170])	t	=	Skattesatsen

Dermed anerkender M&M, at en øget gældsoptagelse tilfører selskabet værdi således, at der i teorien bør optages 100 % gæld, eftersom værdien af Target er højst her.

4.2.1.3 Illustrativ opsamling

M&Ms fire *propositions*[171] kan opsummeres ved følgende illustration:

Proposition I: *Proposition II*:



Kilde: Inspiration fra Hillier (2017), s. 419-421.

Ved ovenstående illustration ses skattens positive effekt på selskabets værdi, da den totale mængde gæld forøger værdien af skatteskjoldet, og dermed selskabets samlede værdi (*proposition I*). Ud fra denne model vil den optimale kapitalstruktur for Target være 100 % gældsoptagelse.

Hertil ses den negative korrelation mellem skatteskjoldet og kapitalomkostningerne (WACC), idet sidstnævnte reduceres, som konsekvens af gearingen og skatteskjolds værdi. Uden skat er denne effekt konstant (*proposition II*).

M&Ms teori konkluderer dermed, at Target bør gældsætte sig så meget som muligt for at opnå den maksimale værdi af skatteskjoldet, og at der i ligevægten ikke vil være nogen selskaber som

---

[170] Se evt. formlen for WACC i afsnit 4.1.

[171] 1) Proposition I uden skat, 2) proposition II uden skat, 3) proposition I med skat og 4) proposition II med skat.

betaler skat[172]. Dette synes tydeligt at være en forkert antagelse. Dette blev adresseret ved trade-off-teorien, som anfører, at selskabet står over for et *trade-off* mellem fordelene ved skatteskjoldet og risikoen for konkurs[173].

4.2.2 Trade-off-teorien

I 1973 byggede *Kraus* og *Litzenberger* videre på M&Ms model om skatteskjoldets effekt på selskabets kapitalstruktur. De to økonomer kritiserer M&Ms antagelse om et perfekt kapitalmarked, da M&M ikke forholder sig til risikoen for et selskabs konkurs[174]. Med begrebet finansielle stressomkostninger introduceres en ovre grænse for, hvor meget gæld der bør optages for at optimere Targets kapitalstruktur.

Fremkomsten af disse omkostninger opstår, fordi selskabets risiko for finansielle vanskeligheder (fx likviditetsproblemer) stiger i takt med, at selskabet bliver mere gældsat. Dette kan i sidste ende føre til en rekonstruktion af selskabet eller i værste fald konkurs. Dermed afhænger de finansielle stressomkostninger af selskabets evne til at betale sin gæld efterhåndende som den forfalder til dets kreditorer. [175]

Begrebet finansielle stressomkostninger dækker over to typer af omkostninger[176]:

De finansielle stressomkostninger:

1) Direkte konkursomkostninger, og
2) Indirekte konkursomkostninger.

Ad 1) dækker de *direkte* konkursomkostninger over alle direkte omkostninger forbundet med en konkurs. Dette gælder for eksempel vederlag til kurator, advokater og revisorer, som har gjort konkursboet op.[177]

Ad 2) dækker de *indirekte* konkursomkostninger over alle ekstraomkostninger, som opstår for et selskab i finansielle vanskeligheder (*financial distress*) for at undgå konkurs. Disse omkostninger opstår, fordi kapitalejerne ikke ønsker, at selskabet går konkurs – dels fordi de mister deres indskud/investering og dels fordi de højst sandsynligt vil miste kontrollen over selskabet til dets kreditorer. Incitamentet for kapitalejerne til at bruge ressourcer på at undgå konkurs, vil reducere dets fokus på den reelle drift, som i sidste ende resulterer i et lavere indtjeningsgrundlag og opsigelse af vigtige medarbejdere. Dette er også en del af de indirekte konkursomkostninger.[178]

Trade-off-teorien søger det balancepunkt, hvor nutidsværdien af den marginale gevinst ved skatteskjoldet opvejes af stigningen i nutidsværdien af de potentielle finansielle

---

[172] (Myers, 2001), s. 88.
[173] (Kraus, 1973).
[174] (Kraus, 1973), s. 911.
[175] (Kraus, 1973), s. 911-912.
[176] (Hillier, 2017), s. 424.
[177] (Hillier, 2017), s. 423.
[178] (Hillier, 2017), s. 424.

stressomkostninger. Det er i dette punkt, at selskabet opnår en optimal kapitalstruktur. Dermed forsvarliggøres der en moderat gældsoptagelse i forhold til M&Ms teori, hvor gældens fordele og ulemper skal afvejes.

Dette har en stærk *commonsense*, idet teorien kan forklare tydelige observerbare handlinger i markedet. For eksempel hvorfor et selskab med lav risiko og mange fysiske aktiver ofte har en højere gældsoptagelse end selskaber med høj risiko og få aktiver[179]. Dette stemmer også overens med LBO-strukturen, som netop har mulighed for at optage en høj gæld, da LBO-kandidaten har mange aktiver[180].

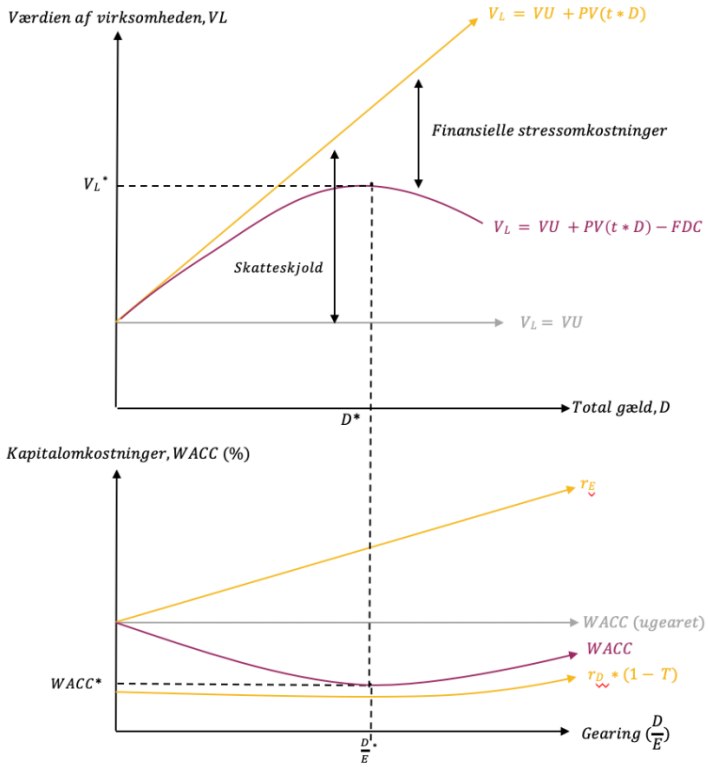
Ved at bygge videre på M&Ms teori om skatteskjoldet, kan trade-off-teoriens begreb om finansielle stressomkostninger (FDC[181]) tilføjes til modellen for optimal kapitalstruktur i Target:

$$V_L = V_U + PV(t * D - FDC)$$

Tilsvarende vil kapitalomkostningerne falde – fordi nettoomkostningerne ved gæld er billigere end egenfinansiering – indtil det punkt, hvor de finansielle stressomkostninger gør fremmedfinansiering dyrere end egenfinansiering. Dette er illustreret i næste afsnit.

4.2.2.1 Illustrativ opsamling

Dette kan grafisk illustreres med følgende model:



Kilde: Hillier (2017), s. 428.

[179] (Myers, 2001), s. 91.
[180] Se evt. afsnit 2.1.3.
[181] Forkortelse ud fra den engelske betegnelse, ***F**inancial **D**istress **C**osts*.

Den øverste graf bygger videre på M&Ms *proposition I* om kapitalstruktur, hvor det som supplement til den oprindelige teori konkluderes, at en LBO opnår en optimal kapitalstruktur i Target i det punkt, hvor den marginale gevinst ved gearingen er lig de finansielle stressomkostninger, hvilket er toppunktet på ovenstående parablen.

Den nederste graf videreudvikler M&Ms *proposition II* om kapitalomkostninger, hvor det som supplement til den oprindelige teori kan konkluderes, at kapitalomkostningerne vil falde indtil de finansielle stressomkostninger bliver tilpas høje til, at fremmedfinansiering ikke længere er billigere i forhold til egenfinansiering.

Trade-off-teorien havde dog udfordringer med at forklare korrelationen mellem høj profit og lav gældsoptagelse[182]. Ifølge teorien burde netop disse selskaber anvende fremmedfinansiering, idet de finansielle stressomkostninger er lave og skattegevinsten høj. Dette forhold blev forklaret i 1984 af *Myers* og *Majluf* i deres Hakkeordensteori (engelsk: *Pecking Order Theory*)[183].[184]

4.2.3 Hakkeordensteorien

Hakkeordensteorien er et modsvar på trade-off-teorien. *Myers* og *Majluf* anfægter, at der er en hakkeorden mellem de forskellige former for finansiering[185]. Teorien antager også (som M&Ms teori) et perfekt kapitalmarked med en enkelt modifikation: Investorerne i markedet (*outsidere*) kender ikke den reelle værdi af de eksisterende aktiver eller nye investeringsmuligheder, hvorimod ledelsen og kapitalerne (*insidere*) har denne information. Derfor kan investorerne ikke præcist værdiansætte de finansielle instrumenter (engelsk: *Securities*) som skal finansiere den nye investering[186].

I sin enkelthed beskriver hakkeordensteorien, at et selskab altid bør vælge intern kapital – såsom optjent overskud – fremfor ekstern kapital – såsom gældsoptagelse eller udstedelse af aktier. Selskabet vil derfor henlægge overskud, så der er intern kapital til rådighed, når der skal investeres i næste profitgivende investeringsmulighed. I artiklen bliver summen af overskud, omsættelige derivater og mængden af risikofri gæld samlet refereret til som *financial slack*. Det er disse ressourcer et selskab bør anvende først.[187]

Hvis selskabet ikke har mulighed for at anvende intern kapital og dermed skal bruge ekstern kapital, bør selskabet foretrække gældsoptagelse frem for aktieudstedelse. Dette skyldes, at gæld som udgangspunkt er billigere end egenkapital, da kreditorerne har ret til tilbagebetaling før aktionærerne i tilfælde af konkurs. Grundet den øgede risiko for aktionærerne vil disse kræve en højere risikopræmie for.

---

[182] (Christensen, 2005), s. 455.
[183] (Myers, 1984).
[184] (Myers, 2001), s. 89.
[185] (Myers, 1984), s. 5.
[186] (Myers, 2001), s. 91.
[187] (Myers, 1984), s. 7.

Særligt for LBOs kan hakkeordensteorien delvist forklare, hvorfor kapitalfonden strukturerer finansieringen af investeringsmuligheder, som de gør: LBOs anerkender, at egenkapital til fremskaffelse af finansiering er dyrere end gæld. Desuden vil fremskaffelse ved egenkapital reducere kapitalfondens afkast, som følge af en lavere gearing. Derfor har LBOs et stort incitament til at minimere deres indskud af egenkapital.

Desuden bør det bemærkes, at Myer i 2001 modificerer teorien således, at der kan opstå scenarier, hvorpå et selskab med fordel kan udstede nye aktier, såfremt lånefinansiering bliver for dyrt i takt med, at risikoen for selskabet stiger.[188]

Hertil afspejles teorien også i LBOs finansieringsstruktur[189], når kapitalfonden foretager en virksomhedsoverdragelse. Først anvendes Targets egen *financial slack* til optagelse af gæld, som i det konkrete tilfælde kan understøttes af mezzaninfinansiering, og i sidste ende egenkapital, som kreditorerne kræver for, at kapitalfonden også har *skin in the game*.

Sammenholdes hakkeordensteorien med trade-off-teorien kan det påpeges, at de to teorier kommer med hver sin betragtning på optimal kapitalstruktur. Førstnævnte argumenterer for, at der ikke findes en egentlig optimal kapitalstruktur, men derimod, at kapitalstrukturen er et resultat af selskabets behov for finansiering, hvor den billigste finansieringskilde anvendes først. Hertil forudsiger teorien, at profitable selskaber vil henlægge overskud for at undgå ekstern finansiering, som derfor vil have en lavere gearing.

Her anfægter trade-off-teorien det modsatte: Selskabet kan med fordel optage gæld for at geare sin investering og øge værdien af skatteskjoldet – dog kun til det punkt, hvor den marginale nutidsværdi af skatteskjoldet er lig med den marginale værdi af de potentielle finansielle stressomkostninger.

Ens for begge teorier er, at gæld anses for at være en billigere finansieringsform end egenkapital. Teorierne anlægger dog hver sin forklaring på, hvorfor dette er tilfældet; hvor trade-off-teorien har fokus på den positive værdi af skatteskjoldet og hakkeordensteorien har fokus på omkostningerne ved de forskellige finansieringsformer.

Da specialet bestræber sig på at finde de variabler som afgør Targets optimale kapitalstruktur, vil fokus være på trade-off-teorien.

4.2.4 Free cash flow-teorien

Jensen & *Meckling* adresserer for første gang i 1976 det forhold, at ledelsen i selskabet og dets kapitalejere ikke nødvendigvis har samme interesse. Herved introducerer de *agency costs*[190]. Ledelsen (agenten) vil handle opportunistisk og vil have incitament til at søge overnormal løn, frynsegoder og jobsikkerhed. Dette problem kan ifølge denne teori bedst løses ved optagelse af gæld. Herved efterlades der ikke råderum til ledelsen til at klandre med selskabets midler.[191]

---

[188] (Myers, 2001), s. 99-100.
[189] Se evt. afsnit 2.3 om lånoptagelse om finansieringsstruktur.
[190] (Jensen, 1976).
[191] (Jensen, 1989), s. 13.

Mere præcist anfægter de, at en høj gældsgrad disciplinerer ledelsen. Dette skyldes de høje låneomkostninger, som reducerer likviditeten i selskabet, hvilket tvinger ledelsen til at bruge *financial slack* til at nedbringe gælden frem for "imperiebyggende projekter", som har lave eller negative afkast.[192]

Hvis ledelsen ikke kan præstere det forventede afkast, vil selskabet hurtigt få likvidationsproblemer og i sidste ende gå konkurs. Dette lægger et endnu større pres på ledelsens evne til at styre selskabet effektivt. Dette tvinger ledelsen til at genoverveje deres strategi og struktur. Hvis det viser sig, at selskabet er *over-gearet* i forhold til dets likviditet nødsages ledelsen til at lukke urentable investeringsprogrammer, fyre unødvendige medarbejdere og sælge aktiver, som har en højere værdi uden for selskabet.[193]

Hertil kan det bemærkes, at denne disciplinerende effekt på ledelsen ikke udelukkende kan opnås ved at optage gæld. Teorien beskriver også monitorering og bonusordninger som mulige løsninger for denne interessekonflikt. Dog vil en perfekt monitorering af ledelsen være for dyr for selskabet og bonusordninger kan ikke bestemmes effektivt, idet god adfærd ikke er observerbar. Hertil kan en reducering af egenkapitalen i form af udlodning af udbytte også medføre samme resultat, da D/E-ratioen i begge scenarier stiger.

I forhold til trade-off-teorien lader de to teorier til at supplere hinanden: Den disciplinerende effekt er endnu en variabel (på lige fod med skatteskjoldet), hvis værdi korrelerer positivt med Targets værdi – dvs. hvis gældens disciplinerende effekt stiger (falder), vil Targets værdi stige (falde).

Dermed kan trade-off-teorien modificeres således, at den optimale kapitalstruktur findes i det punkt, hvor nutidsværdien af den marginale gevinst ved skatteskjoldet og gældens disciplinerende effekt er lig nutidsværdien af den marginale omkostning ved de finansielle stressomkostninger. Dette kan også illustreres ved følgende ligning, hvor gældens disciplinerende effekt (DED[194]) lægges til som en variabel for kapitalfondens optimale kapitalstruktur:

$$V_L = V_U + PV(t * D - FDC + DED)$$

4.2.5 Opsamling

Ud fra ovenstående analyse kan det sammenfattes, at kapitalfonde ud fra et teoretisk synspunkt, kan forhøje Targets værdi ved at optimere kapitalstrukturen – til trods for M&Ms oprindelige teori om kapitalstrukturens irrelevans. Afvigelsen skyldes de omfattende betingelser i M&Ms oprindelige teori, som ifølge kritikerne gør teorien praktisk uanvendelig. Dermed bliver en optimale kapitalstruktur for Target:

$$V_L = V_U$$

[192] (Jensen, 1989), s. 12.
[193] (Jensen, 1989), s. 13.
[194] Forkortelse ud fra den engelske betegnelse, ***D**isciplinary **E**ffect of **D**ebt*.

Ved M&Ms egen modificering af deres oprindelige model udfordrer de forudsætningen om ingen skatter, og kommer frem til, at et selskab med fordel kan optage gæld. Dette skyldes, at selskabet herved opnår højere rentefradrag, som dermed reducerer den skattepligtige indkomst. Dermed bliver en optimale kapitalstruktur for Target:

$$V_L = V_U + PV(t * D)$$

Dog sker dette på bekostning af de finansielle stressomkostninger, som stiger i takt med, at gælden øges. Denne modificering introduceres ved trade-off-teorien, som sætter en ovre grænse for, hvor meget gæld der optimalt kan optages. Den optimale kapitalstruktur i et porteføljeselskab er herefter at optage gæld indtil det punkt, hvor den marginale gevinst ved skatteskjoldet er lig den marginale omkostning ved de finansielle stressomkostninger. Dermed bliver en optimale kapitalstruktur for Target:

$$V_L = V_U + PV(t * D - FDC)$$

Hertil tilføjer free cash flow-teorien, at gælden udover skatteskjoldet vil have en disciplinerende effekt på ledelsen af porteføljeselskabet, som trade-off-teorien ikke forholder sig til. Effekten kommer til udtryk, idet ledelsens finansielle råderum reduceres til kun at kunne anvendes på de mest rentable investeringer. Free cash flow-teorien modificerer yderligere på modellen for en optimal kapitalstruktur. Dermed bliver en optimale kapitalstruktur for Target:

$$V_L = V_U + PV(t * D - FDC + DED)$$

Afsluttende skal det bemærkes, at hakkeordensteorien ikke direkte forholder sig til kapitalstruktur i et selskab, men i stedet dikterer en rækkefølge, hvorpå et selskab bør indhente finansiering, såfremt der opstår behov for det. Derfor vil denne teori kun blive inddraget i et begrænset omfang.

4.3 Kritik af kapitalstruktursteorien

Til trods for at ovenstående gennemgang giver en indikation af, hvilke variabler en optimal kapitalstruktur fastsættes ud fra, arbejder teorierne under en række betingelser for at nå frem til deres konklusioner.

Her er det vigtigt at forholde sig kritisk til disse betingelser, da de kan være urimelige set i forhold til at fastsætte optimal kapitalstruktur *i virkeligheden*. Derfor skal der reflekteres over teorierne og tages stilling til i hvilken grad de er anvendelige til at beskrive optimal kapitalstruktur i Target i forhold til en LBO-transaktion.

4.3.1 M&Ms teori

Flere forskere har anfægtet, at modellen giver et urealistisk billede af, hvordan selskaber former sin kapitalstruktur. Dette skyldes en række omfattende betingelser, som resulterer i kapitalstrukturens irrelevans. Til trods for teoriens manglende anvendelighed, har den skabt et

fundament for netop at undersøge, hvordan kapitalstrukturen har en indflydelse på selskabets værdi.[195]

Hertil kan det bemærkes, at nødvendigheden af de omfattende betingelser for at nå frem til deres konklusion om kapitalstrukturens irrelevans måske netop skyldes, at forholdet mellem gæld og egenkapital *ikke* er irrelevant.

Myers anfægter i 2001, at der skabes en merværdi for selskabet ved at strukturere finansieringen ved at opdele finansieringen efter långivers risikoprofil[196]. Dette udfordrer *M&Ms* oprindelige konklusioner, som netop argumenterer for, at de gennemsnitlige finansieringsomkostninger ikke kan reduceres ved at opsplitte finansieringen i forskellige risikoklasser[197].

Dermed anfægtes *Myers*, at en investor er mere villig til at nøjes med et lavere afkast, såfremt de kompenseres med en skræddersyet finansieringsform, som netop afspejler deres ønske. Dog kritiserer han selv denne teori ved at påpege, at dette kun gælder for *first movers*, idet merværdien nærmer sig nul i takt med, at finansieringstypen bliver standardiseret[198]. Dog bemærker *Spliid* en værdiskabende effekt på Targets kapitalstruktur ved at strukturere finansieringen, som behandles i afsnit 4.4.1.

Derudover kan der, som *Møller* og *Parum* anfægter, sættes spørgsmålstegn ved værdien af skatteskjoldet i dagens nulrentesamfund. I deres artikel argumenterer de for, at man i højere grad bør overveje egenkapitalsfinansiering, idet skatteskjoldet ikke har værdi så længe markedsrenten er nul[199]. Dog anses det nuværende rentemarked for at være en undtagelse. Derfor vil specialet fortsat tillægge skatteskjoldet værdi for optimal kapitalstruktur i Target.

M&Ms teori om skatteskjoldet anerkendes for at være en essentiel variabel for Targets kapitalstruktur. Dog hviler teorien på, at selskabet har et overskud og dermed en skattepligtig indkomst, som fradraget kan modregnes med, hvilket ikke altid er tilfældet[200].

4.3.2 Trade-off-teorien

En af kritikpunkterne for trade-off-teorien er teoriens simplificering af både skatte- og stressomkostningsbegrebet. Begge begreber er mere komplicerede. For eksempel er der forskellige skattesatser alt efter, hvilket land de bagvedliggende investorer er fra, idet den danske kapitalfondsstruktur ofte er et transparent K/S[201].

Hertil kan det påpeges, at trade-off-teorien er en kvalitativ forudsigelse af optimal kapitalstruktur, som ikke kan kvantificeres. Dette gælder navnlig for de finansielle stressomkostninger, som afhænger af *sandsynligheden* for at ende i finansielle problemer og *de*

[195] (Luigi, 2009), s. 316
[196] (Myers, 2001), s. 85.
[197] (M&M, 1958), s. 279.
[198] (Myers, 2001), s. 86.
[199] (Møller, 2016), s. 18.
[200] (Christensen, 2005), s. 447.
[201] Se evt. afsnit 2.2.

potentielle omkostningerne, hvis selskabet ender i finansielle vanskeligheder[202]. Dermed ses modellen anvendt mere i teorien end i praksis.

Teorien synes også at undlade relevante omkostninger – såsom agentomkostninger, som opstår ved interessekonflikten mellem ledelsen og kapitalejerne. I kapitalfondsregi vil dette dog som udgangspunkt ikke udgøre et problem, da kapitalejerne ofte er koncentreret til kun at omfatte kapitalfonden. Hertil vil kapitalfonden ofte indsætte egne medarbejdere i ledelsen, som led i deres aktive ejerskab, for at undgå denne interessekonflikt.

Teorien anerkendes dog, da den forklarer tydelige relationer mellem gæld og egenkapital. Den praktiske anvendelighed af teorien kan diskuteres, men dens inddragelse af begrebet finansielle stressomkostninger, må med rette anses for at være en variabel som påvirker Targets kapitalstruktur.

4.3.3 Free cash flow-teorien

Kritikerne til free cash flow-teori anfægter, at omkostningerne ved den høje gearing overstiger fordelene ved teorien – også til trods for, at man anerkender gældens disciplinerende effekt.[203]

Hertil påpeger *Henry Kaufman*, at såfremt markedslikviditeten ændrer sig – fx ved en rentestigning – vil det tvinge de højtgearede selskaber på knæ foran lovgiver for special assistance[204]. Dette argument stemmer overens med trade-off-teorien, som anfægter, at gæld ikke bør optages ubetinget, men skal ses i forhold til risikoen for konkurs.

Teorien anerkender, at den højtgearede konstruktion medfører en risikoeksponering over for en potentiel rentestigning, da renten i lånet mellem LBO'en og långiver ofte vil være en variabel rente. Hertil påpeger *Jensen* dog, at LBO'en vil som led i finansieringen hedge mod dette ved at betale en præmie for et renteloft og indgå swap-aftaler[205].

Årsagen ifølge denne teori til, at gæld virker disciplinerende er, at kapitalfondens ledelse forpligtes til at præstere frem for blot at afgive en hensigtserklæring, som tilfældet er ved selskabets udbyttepolitik. *Jensen* bemærker en tendens i markedet til, at ledelsen opnår deres afkast *front-end* (management-udgifter) i stedet for *back-end* (forrentning af medinvestering). Dette sætter de forkerte incitamenter hos ledelsen, som motiveres til at indgå deals fremfor gode deals.[206] Dette bevirker til, at gældens disciplinerende effekt på ledelsen reduceres.

I modsætning til gældens disciplinerende effekt kan gældens stresseffekt også anfægtes. Dette kan medføre en negativ effekt på et selskab med høj gearing, hvis ledelse i højere grad vil tvinges til kortsigtet tænkning frem for langsigtede investeringer[207]. Dette anses dog ikke for at være gældende for LBOs, som udover at være kapitalejer deltager aktivt ledelsen.

---

[202] (Christensen, 2005), s. 456.
[203] (Jensen, 1989), s. 21.
[204] (Kaufman, 1989).
[205] (Jensen, 1989), s. 22.
[206] (Jensen, 1989), s. 23.
[207] (Spliid, 2014), s. 220.

Dermed vurderes det samlet, at til trods for kritikken, så har gældens disciplinerende effekt en indvirkning på Targets værdi af kapitalstrukturen. Hertil påpeger *Myers*, at free cash flow-teorien skal anses for at beskrive, hvilke konsekvenser høj gældsoptagelse har og ikke beskrive hvordan kapitalfonden bør opsætte deres kapitalstruktur i Target. Teorien kan derfor ikke anses for at være et værktøj til værdiskabelsen, men i stedet en variabel i Targets værdi.[208]

4.4 Kapitalfondes værktøjer til optimal kapitalstruktur

Dette afsnit vil se nærmere på hvilke værktøjer en LBO anvender for at opnå en optimal kapitalstruktur i Target, hvilket vil besvare specialets økonomiske problemstilling. Dette vil øge forståelsen af LBOs metoder, som i sidste ende vil muliggøre en diskussion af om lovgivningen kan ændres således, at værktøjerne kan udnyttes i højere grad og herved optimere kapitalstrukturen i Target. På baggrund af ovenstående vil dette afsnit tage udgangspunkt i formlen, som er udledt på baggrund af M&Ms teori, trade-off-teorien og free cash flow-teorien for optimal kapitalstruktur:

$$V_L = V_U + PV(t * D - FDC + DED)$$

For bedst muligt at besvare spørgsmålet om, hvilke værktøjer en LBO anvender for at optimere ovenstående formel, tages der udgangspunkt i empiriske undersøgelser. De fleste empiriske undersøgelser beskriver kapitalfondes performance og hvordan afkastet er opnået.

Deres formål bliver dermed at beskrive, hvordan værdien af skatteskjoldet ($t * D$) og gældendes disciplinerende effekt (DED) maksimeres og værdien af de finansielle stressomkostninger (FDC) minimeres således, at Target opnår den højeste værdi (V_L). I det omfang undersøgelserne ikke beskriver værktøjets effekt på den enkelte variabel, vil dette blive udledt på baggrund af kapitalstruktursteorien.

Empirien vil tage udgangspunkt i undersøgelser af LBOs i Danmark, men da dette kun er undersøgt i et begrænset omfang, vil undersøgelser af LBOs i udlandet – primært USA – også blive inddraget.

4.4.1 Høj finansiel gearing

Et værktøj som LBOs bruger pr. definition er optagelse af gæld. Her synes det indlysende, at dette har en positiv sammenhæng på værdien af Targets kapitalstruktur. Dette skyldes navnlig gearingseffekten, som giver et procentuelt højere afkast på egenkapitalen, og skatteskjoldet samt gældens disciplinerende effekt som ligeledes øger værdien af Target. Dog sker dette på bekostning af højere finansielle stressomkostninger, som stiger[209]. Dette bekræftes af empiriske undersøgelser:

Spliid har i 2014 foretaget en kvalitativ analyse af tre danske kapitalfondsejede selskaber, hvor han interviewer 21 personer med forskellig baggrund. De udvalgte personer repræsenterede

[208] (Myers, 2001), s. 99.
[209] (Kaplan, 2009), s. 131.

hver sin arbejdsfunktion i en kapitalfondstransaktion – dvs. nogle af personerne arbejdede i Target andre i kapitalfonden. Hertil repræsenterede en af de interviewede banken.[210]

Samlet konkluderes det, at gearing giver mulighed for højere afkast, hvormed værdien i Target øges. Interessant for denne undersøgelse er, at mens to af selskaberne fremhæver gearingseffekten som noget positivt, advokerer et af selskaberne for dets negative effekt.

Årsagen til dette kan forklares med, at det pågældende selskab præsterede dårligt i ejerperioden og medførte et betydeligt tab. Dette bekræfter trade-off-teorien, idet en høj gearing potentielt medfører et højere afkast, men tillige øger risikoen for finansielle vanskeligheder. Selskabernes *ex post*-holdning til gearing afgøres dermed af, hvordan selskabets performance er: Hvis selskabet klarede sig godt, vil den høje gearing resultere i et højere afkast, som ledelsen dermed vil se positivt på. Omvendt vil ledelsen have en negativ opfattelse, såfremt selskabet ikke performer i overensstemmelse med forventningerne.[211]

Hertil kan det bemærkes, at til trods for, at gearingseffekten stadig har en stor betydning for den optimale kapitalstruktur i Target, viser undersøgelser, at vigtigheden heraf er faldet siden LBOs højdepunkt i 1980'erne. En undersøgelse af *BCG* og *Goldman Sach*s viser, at 51 % af værdiskabelsen ved kapitalfonden skyldes gearingseffekten i 1980´erne, hvorimod dette tal er faldet til 25 % i 2000[212]. Dette kan skyldes flere forhold, men kan tilskrives udviklingen af det finansielle marked, som er blevet mere transparent og lettere for private investorer at deltage i.

I Guo (2011) undersøges 192 amerikanske virksomhedsopkøb med en værdi over $ 100 mio. i perioden fra 1990 til 2006. Resultatet af undersøgelsen viser, at værdien af skatteskjoldet har en positiv sammenhæng med Targets værdi, da skattefordelen udgjorde 33,8 % af det samlede afkastet på Target[213]. Dette udregnes ved at lave en hypotetisk skatteopgørelse, såfremt det opkøbte selskab ikke øgede den finansielle gearing, men i stedet fortsatte driften med samme kapitalstruktur.[214]

I 2007 undersøgte *Vinten* de danske kapitalfondes Target-selskaber og deres performance fra 1991 til 2004. Her kan forskeren ikke bekræfte free cash flow-teorien, da gældens disciplinerende effekt ikke kunne spores i form af operationelle forbedringer[215]. En lignende undersøgelse blev lavet i *Cressy* (2007), hvor man undersøgte 122 engelske LBOs fra 1995 til 2002. Her kunne man bekræfte free cash flow-teorien, idet driftsresultatet var 4,5 % højere ved selskaber, som var ejet af en LBO i forhold til de selskaber, som ikke var kapitalfondsejet.[216]

4.4.1 Struktureret finansiering

Et fjerde værktøj som en LBO anvender til at optimere kapitalstrukturen i Target er ved at strukturere finansieringen, som beskrevet i afsnit 2.3.2.

---

[210] (Spliid, 2014), s. 7.
[211] (Spliid, 2014), s. 204.
[212] (Meerkatt, 2008), s. 10 (se "Exhibit 5").
[213] (Guo, 2011), s. 509.
[214] (Guo, 2011), s. 508.
[215] (Vinten, 2007), s. 41.
[216] (Cressy, 2007), s. 647.

Kapitalfonde vil i deres virksomhedsopkøb opsplitte finansiering således, at flere långivere er involveret i transaktionen. Dette tjener dels det formål, at risikoen ved långivningen for hver långiver spredes ud, så en långiver ikke er unødvendigt eksponeret over for finansielle problemer i Target. Hertil kan risikoprofilen blandt långiverne være forskellige. Ved at opsplitte finansieringen kan kapitalfonden efterspørge netop den lånetype, som matcher den pågældende långivers risikoprofil.

Denne effekt kaldes for klienteffekten og er et element som kapitalfonden udnytter for at optimere kapitalstrukturen i Target. Effekten øger fleksibiliteten for kapitalfonden, som løbende kan optimere kapitalstrukturen i forhold til gearingsniveauet og adgang til aktivbelåning.[217]

Et eksempel på dette fremgår af *Spliids* undersøgelse af danske kapitalfondsejede selskaber, hvor medicinalselskabet Nycomed, som af tre omgange var kapitalfondsejet fra 1999 til 2011, blev undersøgt. Ved refinansiering af anden ejerskabsperiode, krævede den højere gearing, at der blev optaget efterstillede lån i forhold til seniorlånet. Dette gjorde man ved optagelse af mezzaninlån og et højt forrentet obligationslån. Ved refinansiering af tredje ejerskabsperiode steg gearingen yderligere, hvorfor man var nødsaget til at optage et PIK-lån.[218] Udover at en LBO har fleksibiliteten til at anskaffe forskellige typer af lån, medfører det også en reduktion af kapitalomkostningerne, idet en långiver vil tilbyde mere favorable lånevilkår – herunder lavere rente – såfremt deres risikoprofil afspejles i lånet. *Myers* konstaterer[219]:

"Consumers [långiver] are willing to pay more for the several slices than for the equivalent whole…"

Desuden vil kapitalfonden ofte etablere et langsigtet forhold med banken, som yder lånet til opkøbet af Target. Dette vil alt andet lige gøre banken mere villige til at genforhandle lånet, såfremt Target kommer i en finansiel stresset situation. Dermed kan kapitalfonden foretage en endnu højere gældsoptagelse end for eksempel et børsnoteret selskab. Denne sammenhæng argumenteres der for i Alexson (2007), hvor forskerne undersøger 153 større (deals på over USD 1 million) kapitalfondsopkøb i USA og Europa.[220]

På baggrund af dette kan det dermed anføres, at kapitalomkostningerne (WACC) reduceres ved at strukturere finansieringen i stedet for at optage et samlet lån til overtagelsen af Target. Da kapitalomkostningerne korrelerer negativt med værdien af kapitalstrukturen i Target, vil kapitalstrukturen stige i værdi som følge af reduceringen af kapitalomkostningerne. Ses der på trade-off-teorien kan dette værktøjs effekt på kapitalstrukturens variabler udledes: Såfremt Target befinder sig i optimum et den strukturerede finansiering, må variablerne isoleret set påvirkes på følgende måde: Værdien af skatteskjoldet stiger, de finansielle stressomkostninger falder og gældens disciplinerende effekt stiger.

---

[217] (Spliid, 2014), s. 208.
[218] (Spliid, 2014), s. 208.
[219] (Myers, 2001), s. 85.
[220] (Alexson, 2007), s. 14.

4.4.2 Koncentreret ejerskab

Et andet værktøj, som LBOs anvender til at optimere kapitalstrukturen i Target er et koncentreret ejerskab. Dette indebærer, at et givent selskab kontrolleres af få ejere. Dette vil for eksempel være tilfældet med LBOs, som typisk kun ejes af kapitalfonden. Set i forhold til et børsnoteret selskab, hvor ejerkredsen er spredt, opnår kapitalfonden herved en række fordele.

LBOs kan på grund af ejerskabsstrukturen hurtigt træffe beslutninger om kapitaltilførsel eller udskiftning af ledelsen, hvilket kan have en værdiskabende effekt, da Target hurtigere kan reddes ud af eventuelle økonomiske vanskeligheder. Dette medvirker til, at de finansielle stressomkostninger reduceres. Dette bekræftes af empiriske undersøgelser:

I Hotchkiss (2012) blev forholdet mellem kapitalfonde og de finansielle stressomkostninger undersøgt. Her analyserede man 2.156 selskaber som havde optaget gæld i perioden 1997-2010, og sondrede mellem LBO-ejede selskaber og ikke-LBO-ejede selskaber. Formålet med undersøgelsen var at dokumentere, hvordan selskaber ejet af en LBO påvirker risikoen for likviditetsproblemer og de beslutningerne, som skal træffes, hvis selskaber bliver finansielt stresset.[221]

Undersøgelsen viste, at LBOs har en højere misligholdelsesprocent på deres lån end selskaber, som ikke er kapitalfondsejet. I undersøgelsesperioden blev den årlige misligholdelsesprocent på 5,1 % for LBO-ejede selskaber sammenlignet med selskaber, som ikke er kapitalfondsejet på 3,4 %.[222]

I forhold til en LBOs håndtering af selskabet i en finansiel stresset situation, kommer man frem til, at disse selskaber i højere grad omstrukturerer selskabet uden et egentligt konkursbo, men i stedet gennem aftaler. Hertil konkluderes det, at kapitalfondsejede selskaber omstrukturerer sig ca. 36 % hurtigere end ikke-kapitalfondsejede selskaber, hvilket ikke er overraskende, når ikke-kapitalfondsejede selskaber omstrukturerer med et konkursbo.[223]

Dermed vil en LBO med al sandsynlighed have lettere ved at redde Target, såfremt selskabets måtte komme i en finansiel stresset situation. På baggrund af ovenstående undersøgelse, kan det siges, at en LBO minimerer Targets finansielle stressomkostninger ved at have et koncentreret ejerskab, som muliggør en hurtig beslutningsproces.

Denne sammenhæng mellem et koncentreret ejerskab og lavere finansielle stressomkostninger kommer *Wright* og *Wilson* også frem til i deres undersøgelse af over 153.000 konkurser i England over perioden 1995-2010. Her konkluderer man blandt andet følgende[224]:

[221] (Hotchkiss, 2012), s. 1-2.
[222] (Hotchkiss, 2012), s. 3.
[223] (Hotchkiss, 2012), s. 3-4.
[224] (Wright, 2013), s. 44-45.

"We suggest that PE backed companies [...] are in better position, because of active ownership and governance, to adjust capital structure over the economic cycle and, therefore, manage insolvency risk and protect assets. PE investors protect their financial and reputational capital by actively restructuring and renegotiating finances"

I forhold til hvilken effekt et koncentreret ejerskab har på gældens disciplinerende effekt på ledelsen, synes der at være to modsatrettede forhold: På den ene side kan truslen om udskiftning af ledelsen virke disciplinerende. Omvendt kan muligheden for kapitaltilførelse betegnes som *financial slack*, idet ledelsen ved, at der kan tilføres yderligere kapital, såfremt Target kommer i vanskeligheder.

4.4.3 Investors egenkapitaltilsagn

Et tredje værktøj som en LBO udnytter til at optimere kapitalstrukturen i Target er gennem egenkapitaltilsagnet fra kapitalfondens investorer. Dette giver kapitalfonden en fleksibilitet til at indskyde mere kapital i Target hurtigt og effektivt.

Det bør indledningsvist uddybes, at der er tale om en implicit garanti, der ikke har forpligtende karakter for en LBO, men derimod dets investorer. Dermed kan kapitalfonden stadig vurdere rentabiliteten af et nyt kapitalindskud: Kapitalfonden vil trække på tilsagnet, såfremt der er 1) mulighed for at foretage en rentabel investering, eller 2) Target er nødlidende. I begge scenarier er det i kapitalfondens investorers interesse, idet man i første scenarie får andel i en rentabel investering og i andet scenarie sikrer sin eksisterende investering[225]. Dog viser TOP-TOY-casen, som beskrevet i indledningen, at en LBO kan have incitament til at lade Target gå konkurs for at reducere tabet for kapitalfonden.

Effekten af egenkapitalstilsagnet på Targets kapitalstruktur er, at de finansielle stressomkostninger reduceres ved dette tilsagn, idet ny kapital kan tilføres, såfremt selskabet skulle blive nødlidende.

I Hotchkiss (2012) konkluderer man også, at LBO-ejede selskaber i højere grad bevarer de samme ejere efter en omstrukturering af et nødlidende Target. Dette bekræfter kapitalfondens villighed og evne til at investere yderligere midler i Target. Dog kan særligt villigheden diskuteres, idet *Spliid* blandt andet observerer, at kapitalfondene kun investerer yderligere egenkapital, såfremt det er rentabelt[226]. Denne villighed vil blive diskuteret i den integrerede analyse, og vil derfor ikke blive behandlet yderligere i dette afsnit.

Hertil finder man i samme undersøgelse, at LBOs er hurtigere og mere effektive til at omstrukturere nødlidende selskaber i forhold til ikke-kapitalfondsejede selskaber[227]. Dette kan tilskrives egenkapitaltilsagnet, som muliggør hurtig likviditetstilførelse.

[225] (Spliid, 2014), s. 214.
[226] (Spliid, 2014), s. 83.
[227] (Hotchkiss, 2012), s. 3.

Egenkapitalstilsagnet bør i teorien værdiansættes, idet den ikke er omkostningsfri: Investorerne i kapitalfonden forpligter sig til at indskyde kapital, såfremt kapitalfonden opfordrer til det. Derfor kan der argumenteres for, at investorerne har tegnet en amerikansk option på at indbetale kapital på et (hvilket som helst) tidspunkt inden for kontraktens løbetid. I praksis er det dog umuligt at foretage sådan en værdiansættelse, idet markedet for disse transaktioner ikke er tilstrækkeligt likvidt og gennemsigtigt.[228]

Egenkapitalstilsagnet må have en indirekte positiv effekt på værdien af skatteskjoldet. Dette sker som konsekvens af reduceringen af de finansielle stressomkostninger: Ud fra trade-off-teorien må det derved kunne udledes, at værdien af skatteskjoldet stiger, som konsekvens af de lavere finansielle stressomkostninger således, at kapitalstrukturen igen befinder sig i optimum.

Afsluttende kan det bemærkes, at egenkapitalstilsagnet må have en indirekte negativ effekt på værdien af gældens disciplinerende effekt. Dette skyldes, at ledelsen godt nok er begrænset i sin handlefrihed på grund af gældsoptagelsen og minimeringen af *financial slack*, men muligheden for kapitalindsprøjtning ved et tilsagn mindsker konsekvenserne ved likviditetsproblemer, idet sandsynligheden for konkurs (alt andet lige) reduceres.

4.4.4 Opsamling

Kapitalfonden har en række værktøjer, som muliggør en værdiforhøjelse af Target ved at optimere kapitalstrukturen. I dette speciale har der været fokus på fire værktøjer:

Kapitalens fire værktøjer til optimal kapitalstruktur:

1) Høj finansiel gearing,
2) Struktureret finansiering,
3) Koncentreret ejerskab, og
4) Investors egenkapitalstilsagn.

Ved høj finansiel gearing menes der, at kapitalfonden optimerer dets kapitalstruktur i Target ved at optage betydelige mængder gæld. Dette øger værdien af Target, idet rentebetalingerne på lånene er fradragsberettigede.

Ved koncentreret ejerskab tages der sigte på det forhold, at kapitalfonden kan fremskaffe kapital og udskifte ledelsen hurtigt, hvilket gør kapitalfonden hurtigere til at afværge finansielle kriser i Target. Dette medfører, at de finansielle stressomkostninger falder.

Ved investors egenkapitalstilsagn kan det sammenfattes, at investorerne afgiver et tilsagn til kapitalfonden, som giver dem *ret* til at indskyde yderligere kapital i Target. Dette har en negativ effekt på det finansielle stressomkostninger som falder, hvilket får værdien af kapitalstrukturen til at stige.

[228] (Spliid, 2014), s. 214.

Ved struktureret finansiering bemærkes det, at kapitalfonden opnår en højere værdi af Target ved at strukturere finansieringen af Target således, at långiver leverer den del af lånet som netop matcher deres risikoprofil. Dette reducerer kapitalomkostningerne (WACC).

4.5 Delkonklusion

Specialet tager udgangspunkt i trade-off-teorien, som advokerer for, at den optimale kapitalstruktur findes, hvor værdien af skatteskjoldet er lig de finansielle stressomkostninger. Hertil modificerer specialet denne teori ved at inkorporere free cash flow-teorien. Dermed er den optimale kapitalstruktur i det punkt, hvor den marginale værdi af skatteskjoldet ($t * D$) *og værdien af gældens disciplinerende effekt* (DED) er lig den marginale omkostning ved de finansielle stressomkostninger (FDC). Dette kan udtrykkes ved følgende formel:

$$V_L = V_U + PV(t * D - FDC + DED)$$

, hvor V_L er Targets værdi ved gearing og V_U er Targets værdi uden gearing. Denne formel danner den teoretiske ramme for, hvordan kapitalfonden sikrer optimal kapitalstruktur i Target. Med afsæt i variablerne for optimal kapitalstruktur, undersøger kapitlets anden del, hvordan kapitalfonden maksimeres disse variabler.

Ud fra empiriske undersøgelser og med afsæt i den teoretiske formel for optimal kapitalstruktur kan det konkluderes, at særligt kapitalfonde udnytter fire værktøjer i bestræbelse på at optimere kapitalstrukturen i Target: Høj finansiel gearing, investors egenkapitalstilsagn, koncentreret ejerskab og struktureret finansiering.

Den høje finansielle gearing medfører, at lånoptagelsen i Target stiger markant, hvormed værdien af skatteskjoldet stiger. Dog har det også den negative indvirkning på de finansielle stressomkostninger, som ligeledes stiger. Dette forværrer likviditeten i Target, som gør selskabet mindre modstandsdygtige over for finansielle problemer. Hertil viser gearingseffekten sig at have en disciplinerende effekt på ledelsen, idet *financial slack* reduceres, så ledelsen kun kan foretage de mest rentable investeringer.

Struktureret finansiering muliggør, at kapitalfonden kan matche långivernes forskellige risikoprofiler og derved opnå en besparelse på kapitalomkostningerne, hvormed WACC reduceres.

Et koncentreret ejerskab giver kapitalfonden en fleksibilitet til hurtigt at vedtage beslutninger om udskiftning af ledelsen eller tilføjelse af ny kapital. Dette skaber værdi for kapitalstrukturen ved, at de finansielle stressomkostninger falder, idet kapitalfonden hurtigt kan ændre kursen for Target, såfremt denne skal omstruktureres som følge af likviditetsproblemer.

Investorerne i kapitalfonden afgiver et egenkapitalstilsagn til kapitalfonden, som fonden kan anvende til at indskyde yderligere kapital i Target. Dermed kan kapitalfonden hurtigt tilføje ny kapital til Target, såfremt der skal foretages en rentabel investering eller sikre sig mod likviditetsproblemer. Dermed reduceres de finansielle stressomkostninger.

Samlet illustrerer nedenstående model, hvordan en LBOs opnår optimal kapitalstruktur i Target og hvordan værktøjerne påvirker kapitalstrukturen:

Kapitalfondens værktøjer	Teoretiske variabler for optimal kapitalstruktur $V_L = V_U + t * D - FDC + DED$		
	Skatteskjoldet $(t * D)$	Finansielle stressomkostninger (FDC)	Gældens disciplinerende effekt (DED)
Høj finansiel gearing	↑	↑	↑
Struktureret finansiering (klienteffekten)	(↑)	(↓)	(↑)
Koncentreret ejerskab	(↑)	↓	—
Investors egenkapitalstilsagn	(↑)	↓	(↓)

Pilenes retning (op/ned) er sat efter, hvordan værktøjet påvirker værdien af den enkelte variabel. Pilenes farve (rød/grøn) er sat efter om værktøjet har en positiv (grøn) eller negativ (rød) indvirkning på Targets værdi. Parenteserne angiver, at pilene er sat ud fra et teoretisk rationale. Dette er nærmere beskrevet under de respektive afsnit.

5 Integreret analyse

I specialets juridiske kapitel er lovlig selvfinansiering og debt push down blevet behandlet med henblik på, hvordan disse påvirker LBOs mulighed for at anvende Targets midler til at finansiere dets egen overtagelse. I det økonomiske kapitel er der ud fra kapitalstruktursteorien og empiriske undersøgelser blevet konkluderet, at en LBO anvender en række værktøjer for at sikre optimal kapitalstruktur i Target. Disse observationer vil i dette kapital danne baggrund for en diskussion af lovlig selvfinansiering og debt push down.

Der vil således foretages en cost-benefit-analyse af lovlig selvfinansiering og debt push down, hvor fordelene og ulemperne ved disse skal vurderes. Dette med henblik på at få fastlagt, hvornår en LBO kan have incitament til at vælge lovlig selvfinansiering frem for et debt push down. For at besvare den overordnede problemformulering vil der herefter foretages en vurdering af *whitewash*-proceduren, som vil ende ud med en anbefaling til, hvordan man kan forbedre retsstillingen uden, at dette sker på bekostning af de hensyn som ligger bag lovgivningen.

5.1 Lovlig selvfinansiering

5.1.1 Costs (ulemper)

En af de største ulemper forbundet med lovlig selvfinansiering er den lave retssikkerhed ved betingelserne for lovlig selvfinansiering – den såkaldte *whitewash*-procedure. Det kommer blandt andet til udtryk ved usikkerheden af begrebet *stille midler til rådighed*, hvor der i retspraksis hersker usikker om, hvordan dette skal fortolkes[229].

Hertil hersker der usikkerhed om, hvordan modtagerkredsen skal kreditvurderes, og hvordan den økonomiske bistand kan vurderes til at være i Targets interesse og på markedsvilkår. Her anfører *Illum* og *Andersen*, at det er i Targets interesse, når det kan forretningsmæssigt begrundes, at midlerne ligger bedst placeret hos aktionærerne og ikke i Target[230]. Ud fra en free cash flow-betragtning kan denne begrundelse ligge i at mindre *financial slack* medfører lavere kapitalomkostninger, som øger værdien i Target. Dog har hverken den administrative praksis eller retspraksis konkret taget stilling til det.

En anden lempe er, at *whitewash*-proceduren er tids- og ressourcekrævende, hvilket ender med at koste unødvendigt meget for Target at gennemføre. Dette anfægtes også af *Kure*[231]. Nogle af betingelserne er særligt byrdefulde for LBOs, som for eksempel kravet om kreditvurdering af modtagerkredsen og offentliggørelse af købsprisen, idet sidstnævnte blandt andet kan påvirke deres exitpris negativt[232].

[229] Se evt. afsnit 3.3.2.1.
[230] (Illum, 2008), s. 5.
[231] (Kure, 2011), s. 301.
[232] Se evt. afsnit 3.4.1.3.

Derfor kan det ikke tiltrædes, når *Schaumberg-Müller* og *Werlauff* anfægter, at lovlig selvfinansiering vil blive den praktiske hovedregel, da proceduren ikke er vanskelig at opfylde[233].

Derudover kan det bemærkes, at det er ledelsen i Target før LBO-transaktionen som indestår for, at den lovlige selvfinansiering opfylder betingelserne og faktisk er lovlig. Dermed kan sælgers ledelse og dets rådgivere blive erstatningsansvarlige for manglende overholdelse af *whitewash*-proceduren. Dette er en væsentlig ulempe for sælger, som påtager sig en unødig standpunktsrisiko set i forhold til et debt push down, hvor ledelsen (ofte) vil være udskiftet med medarbejdere fra kapitalfonden. For en LBO kan dette betyde, at processen trækker ud, da sælgers ledelse ikke kender processen i samme omfang som kapitalfonden.

Afsluttende kan det påpeges, at det kun er midler inden for den frie reserve, jf. seneste årsrapport som kan udlånes til lovlig selvfinansiering. Dermed sættes en øvre grænse for, hvad Target kan anvende til lovlig selvfinansiering. En LBO kan derfor ikke anvende likvide midler i Target, som ikke fremgår af årsrapporten som fri reserve, hvilket for eksempel kan være optjent overskud efter balancedagen. Dette begrænser kapitalfondes mulighed for at optimere kapitalstrukturen i Target.

5.1.2 Benefits (fordele)

En af fordelene ved lovlig selvfinansiering er, at den økonomiske bistand sker i form af et lån. Dette indebærer, at bistanden ikke forlader selskabet, som tilfældet er med et debt push down. Target opgør derimod den økonomiske bistand til en reservepost for udlån og sikkerhedsstillelse i selskabets regnskab, jf. ÅRL § 35 a.

Hertil skal det præciseres, hvad der menes med, at midlerne *forlader* Target. For det forhold, at den økonomiske bistand sker i form af et lån har kun værdi for en LBO set i forhold til et debt push down, såfremt der er minoritetsaktionærer i Target:

Grundet ligebehandlingsprincippet i SEL § 45 har alle aktionærer lige ret til udbytte (medmindre med der er indført kapitalklasser, hvilket ikke antages her) i Target. Derfor vil minoritetsaktionærerne også modtage udbytteudlodningen proportionelt med kapitalfonden, når denne indleder et debt push down. I dette tilfælde vil nogle af Targets midler definitivt forlade kapitalfondens varetagelse og reducere de frie reserver. Dermed vil de finansielle stressomkostninger stige, idet egenkapitalen reduceres med udlodningen.

Ovenstående vil være tilfældet, såfremt kapitalfonden som minimum erhverver 2/3, jf. SEL § 106, af kapitalandelene i Target og højst 89,99 % således, at kapitalfonden netop ikke kan tvangsindløse minoritetsaktionærerne efter SEL § 70. Dette gjorde sig gældende ved begge kapitalfondsopkøbet af TDC i 2006, hvor det gav anledning til problemer og endte med en dom i Østre landsret (U.2007.2546Ø). Det er denne situation der tages sigte på, når det anføres, at Targets midler *forlader* selskabet.

[233] (Schaumburg-Müller, 2014), s. 993.

Isoleret set burde de finansielle stressomkostninger ikke påvirkes i Target ved lovlig selvfinansiering, idet selskabet har et krav på LBO'en om at tilbagebetale lånet på et i låneaftalen aftalt tidspunkt. Dette modsatte vil være tilfældet med det debt push down, hvor de finansielle stressomkostninger stiger.

En anden fordel er, at der foreligger en vis fleksibilitet ved lovlig selvfinansiering i det omfang der er tale om en koncern, idet akkvisitionsgælden kan placeres i forskellige selskaber inden for koncernen[234]. Det kan diskuteres om dette forhold er relevant i en LBO-kontekst, da kapitalfonden ofte ikke udgør en koncern med flere aktive selskaber, men netop søger at placere gælden i Target.

5.2 Debt push down

5.2.1 Costs (ulemper)

En af ulemperne ved debt push down er, at den økonomiske bistand som ydes fra Target til kapitalfonden til at nedbringe akkvisitionsgælden *forlader* Target. Herved bør de finansielle stressomkostninger stige, idet selskabets egenkapitalsbeholdning reduceres. Dette vil gøre Target mere sårbar over for likviditetsproblemer, idet man ikke (i samme omfang) har egenkapital som stødpude herfor. Derfor vil Target for eksempel være sårbar, hvis renteomkostningerne stiger.

Det skal understreges, at dette navnlig er tilfældet, når der fortsat er minoritetsaktionærer i Target. Dette uddybes også i ovenstående afsnit (5.1.2).

En anden ulempe, som ligger i forlængelse af ovenstående scenarie, er tilbagebetalingen af ulovlig udbytte. Hvis udbytteudlodningen viser sig at være ulovlig, skal tilbagebetalingspligten vurderes ud fra modtagerens gode tro: Derfor skal modtageren af ulovligt udbytte kun tilbagebetale udbyttet i det omfang modtageren indså eller byrde have indset, at udbetalingen var ulovlig, jf. SEL § 194. I det scenarie, hvor LBO'en ikke erhverver 100 % af Target, vil minoritetsaktionærerne dermed kunne beholde udbyttet, såfremt de er i god tro.

En tredje ulempe (i hvert fald i teorien) er, at ledelsen ikke kan forpligtes til den udbytteudlodning, som eventuelt skulle fremgå af finansieringsplanen for Target. Det vil altid være ledelsens vurdering at sikre et forsvarligt kapitalberedskab i den konkrete situation. Dermed kan der opstå en situation, hvor akkvisitionsgælden er optaget og Target er købt, men at Targets finansielle forhold har ændret sig, så der efter ledelsens vurdering ikke kan foretages en forsvarlig udbytteudlodning til at dække akkvisitionslånet. Som anført i analysen kan et debt push down foretages hurtigt, hvorfor dette forhold må siges at være en teoretisk og ikke praktisk ulempe.

5.2.2 Benefits (fordele)

Processen bag udbytteudlodning, som er den del af debt push down, er en ældre proces for kapitalafgang, som er velafprøvet og forholdsvis simpel. Dermed er retssikkerheden høj, hvilket

[234] (Kure, 2011), s. 301.

er essentielt for en virksomhedsoverdragelse, hvor forudsigelighed er et vigtigt aspekt i en vellykket transaktion.

En anden fordel er, at det er ledelsen efter kapitalfondens erhvervelse, som er pligtsubjekt for, at udlodningen, som led i et debt push down, opfylder SELs bestemmelser om forsvarligt kapitalberedskab. Dermed er der interessesammenfald mellem ledelsen i Target og kapitalfonden, hvilket burde føre til et effektiv og omkostningslet debt push down.

5.3 Illustrativ opsamling

Ovenstående overvejelser kan opsummeres ved følgende figur. Dette vil danne grundlag for den efterfølgende vurdering af *whitewash*-proceduren.

	⊞	⊟
Lovlig selvfinansiering	1) Den økonomiske bistand ydes som lån og forlader ikke LBO'ens varetagelse, og 2) Lavere finansielle stressomkostninger i Target.	1) Lav retssikkerhed, 2) Tids- og ressourcekrævende, og 3) Sælgers ledelse er ansvarlig for lovligheden heraf.
Debt push down	1) Høj retssikkerhed, og 2) LBOs ledelse som indestår for lovligheden af debt push down.	1) Den økonomiske bistand udloddes som udbytte og forlader LBO'ens varetagelse, 2) Dobbelteksponering, og 3) Højere finansielle stressomkostninger i Target.

I det følgende afsnit vil ovenstående overvejelser blive vurderet i forhold til om lovgivningen kan ændres med det resultat, at kapitalstrukturen i Target optimeres uden de samfundsmæssige hensyn forværres. Her vil der stilles skarp på *whitewash*-proceduren.

5.4 Vurdering af *whitewash*-proceduren

Som det tydeligt fremgår af ovenstående cost-benefit-analyse indeholder både lovlig selvfinansiering og debt push down en række fordele og ulemper. For at kunne besvare specialets problemformulering synes det meningsfuldt at undersøge om *whitewash*-proceduren kan ændres således, at kapitalstrukturen i Target optimeres.

Ud fra ovenstående cost-benefit-analyse kan det udledes, at en LBO kan have incitament til at anvende lovlig selvfinansiering frem for et debt push down. I de følgende afsnit vil disse situationer blive beskrevet og der vil fremføres argumenter, som underbygger en LBOs behov for at lempe *whitewash*-proceduren for at gøre denne proces anvendelig. Herefter skal det vurderes, hvorvidt en lovændring er i samfundets interesse for at sikre, at en lovændring ikke sker på bekostning af de samfundsmæssige hensyn som ligger bag loven. Her tages der sigte på forbuddet som en kreditor- og minoritetsbeskyttende regel.

5.4.1 Den økonomiske bistand *forlader* Target ved debt push down

En af de mest essentielle forskelle mellem lovlig selvfinansiering og debt push down er, at lovlig selvfinansiering sker i form af et lån til kapitalfonden, hvormed den økonomiske bistand ikke definitivt forlader Target. Dette reducerer de finansielle stressomkostninger, hvormed værdien af kapitalstrukturen i Target stiger, som følge heraf. Hvad angår et debt push down forlader midlerne selskabet definitivt. Dette gælder i det tilfælde, hvor en LBO ikke erhverver 100 % af Target, hvormed der er minoritetsaktionærer i Target.

Det kan med rette anføres, at Targets kapitalstruktur vil have en højere værdi ved lovlig selvfinansiering end ved et debt push down, da de finansielle stressomkostninger er lavere ved førstnævnte. Dette giver altså et incitament for kapitalfonden at foretage lovlig selvfinansiering frem for et debt push down.

Årsagen til, at lovlig selvfinansiering i praksis ikke er mere udbredt skyldes den lave retssikkerhed og dermed høje standpunktsrisiko, som er forbundet hermed: I praksis er *whitewash*-proceduren relativ ny og uafprøvet, hvilket efterlader stor usikkerhed som ikke kan svare sig med procedurens fordele.

Hertil er det nærlæggende at sammenligne med betingelserne for debt push down, som netop anses for at have en høj retssikkerhed og varetage samme kreditorbeskyttelseshensyn. I modsætning til den omfattende *whitewash*-procedure, kræver et debt push down blot, at ledelsen i Target vurderer, at kapitalberedskabet er forsvarligt og i dets interesse. Dog skal det bemærkes, at dette krav også gælder for lovlig selvfinansiering, da kravene følger af ledelsens almindelige pligter.

Det kan derfor synes besynderligt, at lovlig selvfinansiering stiller højere krav end et debt push down, når det fra lovgivers side vurderes, at kravene til debt push down er tilstrækkelige for at beskytte kreditorerne i Target, hvilket også er hensynet bag kravene til lovlig selvfinansiering. Dermed synes *whitewash*-proceduren at være for vidtgående i forhold til de hensyn de bestræber sig på at varetage.

5.4.2 Nødlidende Target: Eksplicit vs. implicit fordring

Ud fra en risikobetragtning kan der argumenteres for, at långiver er bedre stillet ved lovlig selvfinansiering, da Target har en eksplicit fordring på kapitalfonden, som Target kan trække på, såfremt Target kommer i likviditetsproblemer. Denne fordring har Target ikke ved et debt push down.

Dog kan der omvendt advokeres for en implicit fordring i form af investorernes egenkapitalstilsagn, som blandt andet karakteriserer en LBO. Dog kan denne sikkerhed ikke sammenlignes med Targets fordring ved lovlig selvfinansiering: Ved lovlig selvfinansiering er der tale om en *pligt* til at tilbagebetale Target, hvorimod kapitalfonden ved egenkapitalstilsagnet har *ret* til at indskyde yderligere kapital i Target. I Finansieringsøjemed er

der her tale om forskellen mellem en options- og en future-kontrakt, hvor sondringen netop går på henholdsvis retten og pligten til at opfylde kontrakten.

Skulle Target på et senere tidspunkt komme i likviditetsproblemer, kan Target trække på lånet til kapitalfonden, såfremt Target blev finansieret ved lovlig selvfinansiering. Omvendt ville Target med debt push down som finansieringsmåde, skulle sætte sin lid til, at kapitalfonden udnytter sin ret ved egenkapitalstilsagnet og indskyder yderligere kapital i Target. I modsatte fald kan det ende med konkurs, som illustreret ved TOPTOY-casen i indledningen.

Hertil skal det påpeges, at en LBO ikke ønsker, at Target går konkurs, da kapitalfonden herved taber sin oprindelige investering. Dog bemærker *Spliid*, at kapitalfondene stadig er tilpas økonomisk bevidste til at overveje ikke at investere yderligere kapital, hvis det ikke kan betale sig.

Dette er illustreres ved nedenstående citat. Citatet kommer på baggrund af et spørgsmål til et bestyrelsesmedlem i Target om kapitalfonden, CVC, ville gå langt for at rede Danske Trælast, hvis man var kommet ud i en alvorlig krisesituation[235]:

"Ja og nej. Ja, hvis de så en business case i det. Og nej, hvis de ikke så en business case. Altså, sådan er det jo drevet. De kommer ikke med penge, fordi de føler sig moralsk forpligtet til det…"

Ovenstående citat kan delvist tiltrædes. Det er korrekt observeret, at essensen ved kapitalfondens arbejde er afkastpræget, hvorfor det i den konkrete case kan betale sig for en LBO at lade Target gå konkurs. Dog synes ovenstående citat ikke at forholde sig til kapitalfondens ry med dets långivere. Denne relation kalder *Spliid* for ejerkredibilitet[236].

En god relation mellem en LBO og dets långivere er særdeles vigtig for kapitalfonden, idet det ofte er den samme bank som kapitalfonden henvender sig til, når den har fundet et potentielt opkøb. Hvis kapitalfonden derfor vælger ikke at indskyde ny kapital i et nødlidende Target, som efterfølgende går konkurs, vil långiverne være mindre villig til at udlåne til kapitalfonden ved næste investering. Dog skal det bemærkes, at relationen også kan siges at være vigtig for långiverne i det omfang, at den asymmetriske information reduceres ved, at der etableres et længerevarende forhold.

Ud fra spilteorien kan der argumenteres for, at ovenstående citat anskuer kapitalfondens valg ud fra et *one-shot* spil, hvor kapitalfonden ikke står over for yderligere konsekvenser ved deres valg i spillet. Dog er dette ikke tilfældet i virkeligheden, idet kapitalfondens forretningskoncept netop er cyklisk og dermed gentager igen ved næste investering: Fundraising-fasen, investeringsfasen og exit-fasen[237].

Dermed skal LBO'en og långiveren kunne samarbejde i fremtiden, hvilket reducerer parternes incitamenter til at bryde tilliden. Ud fra denne betragtning minimeres kapitalfondens incitament

---

[235] (Spliid, 2014), s. 83.
[236] (Spliid, 2014), s. 208.
[237] Se evt. afsnit 2.1.1.

til at lade Target gå konkurs, idet långiverne ved næste investering vil være mindre tilbøjelige til at udlåne til kapitalfonden.[238]

Dette rationale sikrer dermed, at kapitalfonden har incitament til at udnytte dets ret til at indskyde yderligere kapital i Target, såfremt det bliver nødlidende. Derfor kan det diskuteres, hvorvidt fordelen ved Targets eksplicitte fordring til kapitalfonden ved lovlig selvfinansiering har en reel værdi set i forhold til debt push down, hvor det også i høj grad er i kapitalfondens interesse at indskyde yderligere kapital, såfremt Target bliver nødlidende.

Dog befinder denne argumentation sig på et tyndt grundlag, idet der lægges afgørende vægt på kapitalfondes fornuft, som i økonomisk teori er rationel, men i praksis mere dynamisk. Dermed antages det stadig at have en værdi for långiverne og de finansielle stressomkostninger, at der ydes et lån (som ved lovlig selvfinansiering) frem for der sker en kapitalnedsættelse (som ved debt push down).

5.4.3 Kreditorbeskyttelsen ved selvfinansiering og debt push down er ens

Ud fra afgørelsen af Procuritas-dommen[239] er udbyttereglerne *lex specialis* i forhold til selvfinansieringsforbuddet, hvilket også følger af Erhvervsstyrelsens administrative praksis. Heraf følger det af udbyttereglerne, at ledelsen kan optage gæld med henblik på at udlodde dette. Dermed må Targets eksisterende kreditorer acceptere, at en LBO kan foretage et debt push down og skubbe akkvisitionsgælden ned i Target, såfremt ledelsen i Target finder det forsvarligt.

Det er således underordnet for Targets eksisterende kreditorer om der ydes et lån af Target med udgangspunkt i de frie reserver *direkte* til kapitalfonden, eller at Target optager et lån i de samme frie reserver og udlodder disse som udbytte til kapitalfonden. Hertil kan det påpeges, at kreditorerne i Target stilles nøjagtig, som hvis Target optager et lån til en udbytteudlodning *før* LBO'ens opkøb for herved at reducere købesummen[240].

Der kan snarere argumenteres for, at Targets solvens forværres yderligere ved et debt push down grundet omkostningerne til rådgivere og låntagere for at udføre transaktionerne[241]. Disse omkostninger ville ikke være nødvendige, såfremt Target *direkte* kunne låne til LBO'en.

Af denne grund anses de restriktive betingelserne for lovlig selvfinansiering for uproportionelle i forhold til det kreditorbeskyttende formål de bestræber sig på at forfølge. Særligt set i forhold til udbyttereglerne, som bunder i det samme formål.

Afsluttende kan det påpeges, at kreditorerne i selskabet som professionel aktør i markedet har mulighed for at forhindre den øgede risiko. Dette kan de gøre ved at indsætte bestemmelser i låneaftalen, som medfører indfrielse af lånet, såfremt der sker et ejerskifte[242]. En udførlig

---

[238] (Andersen, 2007), s. 120.
[239] Se evt. afsnit **Fejl! Henvisningskilde ikke fundet.**.
[240] (Andersen, 2007), s. 134.
[241] Se evt. fjerde ulempe i afsnit 5.2.1.
[242] Også kaldet *Change of Control* klausul – se (Spliid, 2007), s. 364.

gennemgang af disse bestemmelser falder uden for specialets problemformulering, og vil derfor ikke blive behandlet yderligere.

5.4.1 Reducering af transaktionsomkostninger

Transaktionsomkostningsteorien beskæftiger sig med at finde den proces, som minimerer de samlede omkostninger for et selskab i forbindelse med dens ageren på markedet[243]. I det følgende vil der argumenteres for, at en lovændring af *whitewash*-proceduren også ud fra et transaktionsomkostningsperspektiv er ønskværdigt.

Som udledt af ovenstående cost-benefit-analyse er *whitewash*-proceduren både tids- og ressourcekrævende, hvilket medfører høje transaktionsomkostninger. Der skal blandt andet udarbejdes kreditvurdering og ledelsen skal udarbejde om omfattende redegørelse for selvfinansieringen.

Hertil kan det nævnes, at et debt push down også er et forholdsvist kompliceret transaktionsforløb. Transaktionen kræver ofte ekstern rådgivning, som i sig selv ikke er en ubetydelig omkostning. Desuden må det forventes at være ekstraomkostninger forbundet med at låne to gange (akkvisitionslånet og lånet til udbytteudlodningen).[244]

Det er en selvfølge, at transaktionsomkostningerne for lovlig selvfinansiering falder, såfremt nogle af betingelserne lempes, da der herved vil være færre transaktioner. Mere interessante er det, at transaktionsomkostningerne også synes at blive reduceret i forhold til et debt push down. Dette kan med en vis rimelighed antages, da lovlig selvfinansiering i sin enkelhed er et lån fra Target til LBO'en. Dermed vil en lempelse af lovlig selvfinansiering blive en attraktiv løsning for LBOs i forhold til at reducere transaktionsomkostningerne. Dette vil også gavne samfundet, da samfundets samlede transaktionsomkostninger også må anses at blive reduceret på baggrund af dette.

5.5 Anbefaling

Ud fra ovenstående synes betingelserne for lovlig selvfinansiering ved *whitewash*-proceduren ikke at være proportionelt middel til at opnå formålet. Som eksempel påpeger *Kruhl* og *Sørensen*, at et Target-selskab med 10 mio. kr. i fri reserve kan udlodde dette som udbytte både før og efter overdragelsen, men kan som udgangspunkt ikke udlåne 1 kr., såfremt udlånet sker med henblik på erhvervelsen af kapitalandele i Target – til trods for, at Target har en fordring på udlånet.[245]

Det synes derfor nærliggende at anbefale følgende:

Anbefaling til lovændring:
Whitewash-proceduren for lovlig selvfinansiering lempes således, at betingelserne for lovlig selvfinansiering matcher betingelserne for et lovligt debt push down. Dette med henblik på at

[243] (Eide, 2008), s. 129.
[244] (Andersen, 2007), s. 134.
[245] (Kruhl, 2014), s. 199.

gøre lovlig selvfinansiering efter SEL § 206, stk. 2 praktisk anvendelig.

I det scenarie, hvor en LBO ikke erhverver 100 % af Target, vil LBO'en have et incitament til at vælge lovlig selvfinansiering i bestræbelse på at reducere de finansielle stressomkostninger, og derved optimere kapitalstrukturen i Target frem for et debt push down. Desuden vil omkostningerne forbundet hermed være lavere i forhold til debt push down, hvilket også giver LBO'en incitament til at vælge lovlig selvfinansiering.

Dette vil forrykke den praktiske betydning for lovlig selvfinansiering og gøre det til en mere attraktiv finansieringsmetode set i forhold til debt push down. Der argumenteres ikke for, at lovlig selvfinansiering nødvendigvis skal blive det praktiske udgangspunkt og erstatte et debt push down for LBOs virksomhedsoverdragelser, men snarere at gøre bestemmelsen om lovlig selvfinansiering praktisk anvendelig.

Dette ville give en LBO større fleksibilitet til at afveje fordelene og ulemperne ved de to metoder, som konkret kan falde ud til hver sin side: I nogle transaktioner, hvor kapitalfonden ikke erhverver 100 % af Target, kan de med fordel anvende lovlig selvfinansiering for at undgå at udlodde midler til Targets minoritetsaktionærer, som ellers ville få de finansielle stressomkostninger til at stige.

Omvendt reduceres den finansielle fleksibilitet for kapitalfonden, da en eksplicit garanti – i form af et lån til kapitalfonden fra Target – i stedet for en implicit garanti belaster balancen. Såfremt denne fleksibilitet ønskes, kan kapitalfonden med fordel vælge at gennemføre transaktionen ved et debt push down. Dette kan også udgøre et forhandlingsmoment mellem LBO'en og långiver, da en eksplicit fordring kan være i långivers interesse.

5.6 Delkonklusion

Det kan konkluderes, at der er fordele og ulemper ved både lovlig selvfinansiering og debt push down. Ud fra den nuværende retsstilling må det med rette konkluderes, at en LBO har incitament til at vælge lovlig selvfinansiering frem for debt push down i enkelte situationer. Dette skyldes, at den økonomiske bistand definitivt *forlader* Target ved debt push down, mens der er tale om et lån ved lovlig selvfinansiering. Dette gælder i tilfælde af, at der fortsat er minoritetsaktionærer i Target. Denne forskel gør, at de finansielle stressomkostninger er højere i Target ved et debt push down i forhold til lovlig selvfinansiering. I bestræbelse på optimal kapitalstruktur vil LBO'en have incitament til at vælge lovlig selvfinansiering i dette scenarie.

Hertil noteres det, at begge metoder søger at varetage samme beskyttelseshensyn, Kreditor- og minoritetsbeskyttelse, men at retssikkerheden på de to metoder er forskellig: Den er lav ved lovlig selvfinansiering grundet *whitewash*-proceduren og høj ved debt push down.

Ud fra denne betragtning er kapitlets anbefaling derfor at ændre *whitewash*-proceduren således, at lovlig selvfinansiering kan foregå, når betingelserne for et debt push down er opfyldt. Dermed anbefales det, at lovlig selvfinansiering kan gennemføres, så længe Targets ledelse har sikret forsvarligt kapitalberedskab og, at selvfinansieringen er i selskabets interesse. Med denne ændring vil kapitalfonden (alt andet lige) udover i ovenstående tilfælde have incitament til at

vælge lovlig selvfinansiering, da transaktionsomkostningerne er lavere herved. Hertil vil man opleve en øget fleksibilitet i valg af LBOs finansieringsmetoder, da lovlig selvfinansiering kan blive praktisk anvendelig, da denne har incitament til det.

6 Konklusion

Indledningsvist kan det påpeges, at LBOs investerer i selskaber med henblik på at udnytte gearingseffekten af gæld, som sikrer kapitalfonden et højere afkast, såfremt selskabet leverer i overensstemmelse med kapitalfondes prognose. Hertil reducerer det kapitalfondens behov for egenkapitalfinansiering, hvormed kapitalfonden ikke i samme omfang er eksponeret for finansielle problemer i Target. Derfor vil det også være i LBO'ens interesse at udnytte midlerne i Target, da også dette reducerer behovet for egenkapitalfinansiering, og herved sikrer optimal kapitalstruktur.

Den juridiske regulering, som sætter rammen for hvilken adfærd en LBO må have i bestræbelse på at optimere kapitalstrukturen i Target, begrænses den optimale struktur, idet selvfinansieringsforbuddet sætter en øvre grænse for gældsoptagelsen. Denne grænse har til formål at beskytte Targets kreditorer og eventuelle minoritetsaktionærer.

Med indførelsen af lovlig selvfinansiering muliggjordes det, at Targets aktiver kan finansiere opkøbet af eget selskab ved, at der ydes et lån fra Target til kapitalfonden. Dog foreligger der en række betingelser – også kaldet *whitewash*-proceduren – som undertiden synes vanskelige at efterleve i praksis. For eksempel er kravet om offentliggørelse af købsprisen ikke i kapitalfondens interesse, idet det kan påvirke deres exit-strategi negativt. Hertil synes der at herske en lav retssikkerhed, da flere af begreberne er uklare. Dette gælder for eksempel begrebet *stille midler til rådighed*, som giver anledning til fortolkningstvivl.

På grund af denne vanskelige procedure anvender LBO'en en alternativ metode til selvfinansiering, som kaldes debt push down, hvor den økonomiske bistand ydes som udbytte. Denne metode er efterprøvet i praksis og rummer en høj retssikkerhed, som er essentielt for en vellykket LBO-transaktion. Det konkluderes dermed, at kapitalfonden anvender debt push down for at optimere kapitalstrukturen i Target, da proceduren for lovlig selvfinansiering er for omfattende. For begge processer kan der kun udloddes inden for den frie reserver, hvilket begrænser LBO'ens mulighed for at anvende Targets midler.

Kapitalfonde optimerer kapitalstrukturen ved at minimere de finansielle stressomkostninger og maksimere værdien af skatteskjoldet og værdien af gældens disciplinerende effekt. Dette stemmer overens med M&Ms teori, trade-off-teorien, og free cash flow-teorien. Specialet finder frem til fire værktøjer, hvorpå LBO'er sikrer den højeste værdi af kapitalstrukturen:

LBO'ens fire værktøjer for optimal kapitalstruktur i Target:

1) Høj finansiel gearing,
2) Struktureret finansiering,
3) Koncentreret ejerskab, og
4) Investorens egenkapitalstilsagn.

Det vigtigste værktøj anses for at være den høje finansielle gearing, som øger værdien af skatteskjoldet, da de fradragsberettigede rentebetalinger stiger. Hertil stiger værdien af gældens disciplinerende effekt, da Targets *financial slack* reduceres, hvortil ledelsen kun kan

foretage de mest rentable investeringer. Dog sker dette på bekostning af de finansielle stressomkostninger som stiger, idet konkursrisikoen stiger.

Det kan diskuteres, hvorvidt lovlig selvfinansiering eller debt push down sikrer den mest optimale kapitalstruktur. Der er fordele og ulemper ved begge strukturer. Et debt push down medfører øgede finansielle stressomkostninger, idet den økonomiske bistand definitivt forlader Target. Dette gælder, hvis Target fortsat har minoritetsaktionærer efter LBO'ens erhvervelse.

Dette er ikke tilfældet med lovlig selvfinansiering, hvor bistanden ydes i form af et lån fra Target til kapitalfonden. Derfor har Target krav på tilbagebetaling, hvilket ikke er tilfældet med et debt push down.

Det vurderes hertil, at man med fordel kan ændre whitewash-proceduren således, at de matcher betingelserne for et debt push down – dvs. sikre et forsvarligt kapitalberedskab, og at det er i Targets interesse. Dette vil øge retssikkerheden for lovlig selvfinansiering, og medvirke til, at denne struktur anvendes i større omfang. Konkret kan muligheden for lovlig selvfinansiering under disse lempede betingelser også øge værdien af Targets kapitalstruktur, da transaktionsomkostningerne nedbringes, hvilket afholdes af Target.

7 Litteraturliste

Bøger (Forfatter; *"titel"*, udgave, forlag, årstal)

Andersen (2007)	Andersen, Anders Nyboe og Morten Melander; *"Fra boss til leveraged buyouts - en kapitalmarkedsretlig analyse"*, 1. udgave, Forlaget Thomson, 2007.
Andersen (2013)	Andersen, Paul Krüger; *"Aktie- og anpartsselskabsret"*, 12. udgave, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2013.
Andersen (2015)	Andersen, Tomas Krüger; *"Private Equity – transactions, contracts and regulation"*, 1. udgave, DJØF forlag, 2015.
Birkmose (2015)	Birkmose, Hanne Sødergaard og Martin Christian Kruhl; *"Forvaltere af Alternative Investeringsfonde (FAIF)"*, 1. udgave, Karnov Group, 2015
Blume (2016)	Blume, Peter; *"Retssystemet og juridisk metode"*, 3. udgave, DJØF Forlag, 2016.
Bunch (2018)	Bunch, Lars og Søren Corfixsen Whitt; *"Selskabsloven med kommentarer"*, 3. udgave, Karnov Group, 2018.
Christensen (2005)	Christensen, Michael; *"Udviklingslinier i finansiering"*, 1. udgave, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2005.
Christensen (2017)	Christensen, Schans Jan; *"Kapitalselskaber – aktie- og anpartsselskabsret"*, 5. udgave, Karnov Group, 2017.
Eide (2012)	Eide, Erling og Endre Stavang; *"Rettsøkonomi"*, 1. udgave, Cappelen Akademisk Forlag, 2001.
Hillier (2017)	Hillier, David, Ian Clacher, Stephen Ross, Randolph Westerfield, Bradford Jordan; *"Fundamentals of Corporate Finance: Third European Edition"*, 3. udgave, McGraw-Hill Education, 2017.
Knudsen (1997)	Knudsen, Christian; *"Økonomisk metodologi – Virksomhedsteori og industriøkonomi"*, 2. udgave, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 1997.
Kure (2018)	Kure, Henrik; *"Finansieringsret"*, 2. udgave, Karnov Group, 2018.
Kruhl (2014)	Kruhl, Martin Christian og Ole B. Sørensen; *"Kapitalejerlån & Selvfinansiering – Selskabsretligt, regnskabsretligt, erstatningsretligt, strafferetligt og skatteretligt"*, 1. udgave, Karnov Group, 2014.

Lundgreen (2014) Lundgreen, Christian og Johannus Egholm Hansen; *"Køb og salg af virksomheder"*, 5. udgave, Nyt Juridisk Forlag, Nyt juridisk forlag, 2014.

Rasmussen (2007) Rasmussen, Poul Nyrup; *"I Grådighedens tid – Kapitalfonde og kasinoøkonomi"*, 1. udgave, Informations Forlag, 2007.

Schaumburg-Müller (2014) Schaumburg-Müller, Peer og Erik Werlauff; *"Selskabsloven med kommentarer"*, 2. udgave, 2014.

Skjerbek (2009) Skjerbek, Søren; *"Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten"*, 1. Udgave, Thomson Reuters Professional, 2009.

Spliid (2007) Spliid, Robert; "*Kapitalfonde: Rå Pengemagt Eller Aktivt Ejerskab"*, 1. udgave, Børsens Forlag, 2007.

Steffensen (2014) Steffensen, Henrik, Lars Bunch, Jan-Christian Nilsen og Thomas Booker; *"Transaktioner I selskaber – selskabsret, regnskab og skat"*, 1. udgave, Karnov Group, 2014.

Sørensen (1991) Sørensen, Sten; *"Håndbogen om management buy-out"*, 1. udgave, Børsen Bøger, 1991.

Tvarnø (2017) Tvarnø, Christina D. Og Ruth Nielsen; *"Retskilder og retsteorier"*, 5. udgave, Jurist- og økonomforbundets forlag, 2017.

Artikler (Forfatter, *"titel"*, årstal)

Axelson (2007) Axelson, Ulf, Tim Jenkinson, Per Strömberg og Michael S. Weisbach; *"Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis"*, 2007.

Bennedsen (2008) Bennedsen, Morten, Steen Thomsen, Søren Bo Nielsen, Jakob Bundgaard, Kasper M. Nielsen, Thomas Poulsen; *"Private equity i Danmark"*, 2008.

Brotherson (2013) Brotherson, W. Tood, Kenneth M. Eades, Robert S. Harris og Robert C. Higgins; *""Best practices" in Estimating the Cost of Capital: An Update"*, 2013.

Cressy (2007) Cressy, Robert, Federico Munari og Alessandro Malipiero; *"Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage"*, 2007.

Darmer (2005) Darmer, Per og Claus Nygaard; *"Paradigmetænkning (og dens begrænsning)"*, 2005.

DVCA (2018)	DVCA; *"Aktivt ejerskab og åbenhed i kapitalfonde"*, 2018.
Erhvervsudvalget (2006)	Erhvervs- og Økonomiministeriet; *"Kapitalfonde I Danmark"*, 2006.
Meerkatt (2008)	Meerkatt, Heino, John Rose, Michael Brigl; "*The Advantage of Persistence – How the Best Private-Equity Firms "Beat the Fade""*, 2008.
Michel (1991)	Michel, Allan og Israel Shaked; *"RJR Nabisco: A Case Study of a Complex Leveraged Buyout"*, 1991.
Ilum (2007)	Illum, Mads og Bjørn Krog Andersen; *"Akkvisitionsfinansiering - herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv"* (ET.2007.4), 2007.
Jensen (1976)	Jensen, Michael C. og William H. Meckling; *"Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure"*, 1976.
Jensen (1986)	Jensen, Michael C.; *"Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers"*, 1986.
Jensen (1989)	Jensen, Michael C.; *"Eclipse of the Public Corporation"*, 1989.
Guo (2011)	Guo, Shourun, Edith S. Hotchkiss og Weihong Song; *"Do Buyouts (Still) Create Value?"*, 2011.
Hotchkiss (2012)	Hotchkiss, Edie, David C. Smith og Per Strömberg*; "Private Equity and the Resolution of Financial Distress"*, 2012.
Kaplan (2009)	Kaplan, Steven og Per Strömberg; *"Leveraged Buyouts and Private Equity"*, 2009.
Kaufman (1989)	Kaufman, Henry; *"Bush´s First Priority: Stopping the Buyout Mania*", 1989.
Kraus (1973)	Kraus, Alan og Robert H. Litzenberger; *"A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage"*, 1973.
Kure (2011)	Kure, Henrik; *"Lovlig selvfinansiering"* (U.2011B.293), 2011.
Luigi (2009)	Luigi, Popescu og Visinescu Sorin*; "A Review of the Capital Structure Theories"* (2009).
Lund-Andersen (2012)	Lund-Andersen, Jacob; *"Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering"* (U.2012B.119), 2012.
M&M (1958)	Modigliani, Franco og Merton H. Miller; *"The American Economic Review – the Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*", 1958.

M&M (1963) Modigliani, Franco og Merton H. Miller; *"The American Economic Review – Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction"*, 1963.

Myers (1984) Myers, Stewart C. og Nicholas S Majluf; *"Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information the Investors Do Not Have"*, 1984.

Myers (2001) Myers, Stewart C; *"Capital Structure: Some Legal and Policy Issues"*, 2001.

Møller (2016) Møller, Michael og Claus Parum; *"Optimal kapitalstruktur i et nulrentesamfund"*, 2016.

Spliid (2007) Spliid, Robert; *"Kapitalfondenes metoder og kompetencer"*, 2007

Thomsen (2009) Thomsen, Steen; "Should Private Equity Be Regulated?" (2009).

Vinten (2007) Vinten, Frederik; *"The Performance of Private Equity Buyout Fund Owned Firms"*, 2007.

Werlauff (2004) Werlauff, Erik*; "Efterfinansieret aktiekøb – uanset betalingstidspunktet kan et lovligt udbytte lovligt anvendes som del af købesummen for det udbetalende selskab"*, 2004.

Werlauff (2006) Werlauf, Erik; *"Selvfinansieringsforbud contra lex specialis"* (U.2006B.365), 2006.

Wright (2013) Wright, Mike og Nick Wilson; *"Private Equity, Buy-outs, and Insolvency Risk"*, 2013.

Zong (2005) Zong, Linda; *Governance Lessons from the Private Equity Industry*, 2005.

Østergaard (2003) Østergaard, Kim; *"Metode på cand.merc.jur. studiet"*, 2003.

Afgørelser

U1997.444H

U1999.1429V

U2000.2003H

TfS 2004.623Ø

U2006.145H