

Kandidatafhandling

Cand.merc.jur

Copenhagen Business School

Maj 2020

Selvfinansieringsforbuddet i selskabsloven

En gennemgang af selvfinansieringsforbuddet og dets konsekvenser for værdiansættelsen og finansieringen af leveraged buy-outs

The ban on financial assistance in the Danish Companies Act

An assessment of the financial assistance ban in the Danish Companies Act and its consequences for the valuation and financing of leveraged buy-outs

Udarbejdet af
Kenneth Hansen

Studienummer: 42445

Vejledere
Peter Høgsted
Michael Wallin

Sideantal: 80

Antal anslag: 180.618

Afleveringsdato: 15. maj 2020

Abstract

In this paper the ban on giving financial assistance in the Danish Companies Act will be addressed with a focus on the significance for the valuation of corporations in the context of a leveraged buy-out. Alternatives to financial assistance will be examined to assess the possibilities to work around the ban to mitigate the added cost of financing a LBO when the target company's assets cannot be used as a source of finance or as collateral in a loan.

The possibility for financing the acquisition of the target company within the limits of legal financial assistance will be addressed, with the view, that the limits imposed makes it an unattractive alternative to other possibilities for mitigating the cost of debt associated with said debt being placed outside the company generating the cash flow which will ultimately be the source of funds used to finance the acquisition. It will be shown that debt push down is still the best financial opportunity for getting financial assistance from the target company without risking non-compliance with the ban on financial assistance.

The impact of the financial assistance ban for the valuation of a company in the context of an leveraged buy-out will be assessed under the assumption that the provider of debt will require a premium for the added risk associated with the structural subordination imposed by the debt being placed in the parent company as well as the consequences of various alternatives to using the target company as a direct source of funding, e.g. debt push-down, dividend payments or share repurchase arrangements, for the valuation of the corporation.

The legality of the various arrangements commonly used in a leveraged buy-out transaction will be addressed to assess if they constitute unlawful financial assistance.

Indholdsfortegnelse

1	Indledning.....	8
1.1	Hvorfor overtagelse af kapitalandele og ikke substansoverdragelse	8
2	Opgavens struktur	9
3	Formalia.....	9
3.1	Problemstilling	9
3.1.1	Problemformulering.....	10
3.2	Afgrænsning	10
3.3	Metode.....	11
4	Valg af finansieringsform.....	12
4.1	Kapitalstruktur	12
5	Selvfinansieringsforbuddets historie og rationale.....	13
5.1	Formål med forbuddet	13
5.1.1	Markedsmanipulation.....	14
5.2	Selvfinansieringsforbuddets udvikling i Danmark.....	15
5.2.1	Betænkning 362/1964	15
5.2.2	Betænkning 540/1969	16
6	EU-retslig baggrund.....	17
6.1	Andre sproglige versioner af direktivet	18
7	Generelle selskabsretlige forpligtigelser	19
7.1	Indledning	19
7.2	Ansvarlig selskabsledelse	19
7.3	Forsvarligt kapitalberedskab	20
7.3.1	Hæftelse for kapitalejerne	20
8	Kapitalafgang	21
8.1	Ordinært udbytte.....	21
8.2	Ekstraordinært udbytte	21
8.2.1	Udbytte i forbindelse med overtagelsestilbud	22
8.3	Kapitalnedsættelse	22
8.3.1	Tilbagebetaling.....	22
8.4	Egne kapitalandele	23

8.4.1	Afhændelse af erhvervede kapitalandele	23
8.5	Datterselskabs erhvervelse af kapitalandele i moderselskabet	23
8.6	Nytegning af kapitalandele.....	24
9	Selvfinansieringsforbuddet i dansk ret	24
9.1	Undtagelser	24
9.1.1	Penge- og realkreditinstitutter	24
9.1.2	Medarbejders erhvervelse af kapitalandele	25
9.2	Forbuddets genstand	25
9.2.1	Lån.....	25
9.2.2	Sikkerhed.....	25
9.2.3	Stille midler til rådighed	26
9.3	Transaktioner omfattet af forbuddet.....	26
9.4	Identifikation af pligtsubjekt	26
9.5	Territorial udstrækning	27
9.5.1	Dansk datter til udenlandsk moder	27
9.5.2	Udenlandsk datterselskabs støtte til erhvervelse af kapitalandele i dansk moder	28
9.6	Tidsmæssig udstrækning.....	29
9.6.1	Forbindelseskravet	29
9.6.2	Forudgående selvfinansiering.....	30
9.6.3	Efterfølgende selvfinansiering	31
9.7	Samspil mellem reglerne	39
9.8	Konsekvens af ulovligselvfinansiering	40
10	Lovlig selvfinansiering	40
10.1	Efterfølgende lovlig selvfinansiering.....	42
10.2	Lovlig selvfinansierings relevans ved LBO'er.....	42
11	Delkonklusion	42
12	Kapitalstruktur	43
12.1	Indledning	43
12.2	Generelle antagelser	44
12.2.1	Rationelle agenter	44
12.2.2	Risikoaverse agenter	44

12.2.3	Komplette kontrakter	44
12.2.4	Ingen transaktionsomkostninger	44
12.2.5	Perfekte kapitalmarkeder	44
12.2.6	Ind- og udlån til risikofri rente	45
12.2.7	Investorer og selskaber kan låne på samme vilkår	45
12.2.8	The Fisher Separation Theorem.....	45
12.2.9	Home leverage.....	45
12.2.10	Ingen arbitrage	45
12.2.11	Fuld og symmetrisk information.....	46
12.2.12	Ingen agentomkostninger	46
12.2.13	Investeringsbeslutningen skal være irreversibel.....	47
12.3	M&M uden skatter og konkursomkostninger	47
12.4	Effekt af gearing.....	49
12.5	Risiko ved fremmedkapital.....	49
12.6	WACC	50
12.6.1	Sammenhæng mellem afkastkravene	50
12.7	M&M med skatter.....	51
12.8	Skat	52
12.8.1	Selskab.....	52
12.8.2	Investorer	53
12.9	M&M med konkursomkostninger	53
12.9.1	Direkte konkursomkostninger	53
12.9.2	Indirekte konkursomkostninger	53
12.9.3	The Static Theory of Capital Structure.....	54
12.9.4	Optimal kapitalstruktur	54
12.9.5	Risiko.....	54
12.9.6	Systematisk risiko og perfekte (kapital) markeder	54
12.9.7	Risk shifting	55
12.9.8	Særligt om højt gearede investeringer.	55
12.9.9	Om betydningen af lav dansk selskabsskat.....	56
13	Værdiansættelse	57

13.1	Net present value.....	57
13.2	Værdiansættelsesmodeller	57
13.3	Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller.....	57
13.3.1	Hyppigt anvende kapitalværdiansættelse modeller.....	58
13.3.2	Eksempel Diskonteret cash-flow model (DCF).....	58
13.4	Relative værdiansættelsesmodeller	59
13.5	Substansværdimodeller	60
13.6	Optionsmodeller	60
13.7	Valg af værdiansættelsesmodel	61
13.7.1	Værdiansættelsesmodeller brugt ved LBO'er	61
13.7.2	Adjusted Present Value	61
13.7.3	Vækst, særligt i terminalperioden.....	62
14	Økonomisk delkonklusion	64
15	Selvfinansieringsforbuddets indvirkning på værdiansættelse af kapitalselskaber.....	65
15.1	Indledning	65
15.2	Valg af risikofri rentesats.....	65
15.3	Afkastkrav.....	66
15.4	Lovlig selvfinansiering.....	67
16	Case	68
16.1	Målselskab før overtagelse	69
16.2	Overtagelsen	70
16.2.1	Værdiansættelse	71
16.2.2	Diskussion	74
17	Selvfinansieringsforbuddets indvirkning på modellen.....	74
17.1	Indledning	74
17.2	Ren effekt af ændret kapitalstruktur	75
17.2.1	Resultat	75
17.3	Købspris lig med værdi under eksisterende ejerskab.....	76
17.3.1	Diskussion	76
17.4	Al gæld i målselskab	77
17.4.1	Diskussion	77

17.5	Udbetaling af udbytte	78
17.5.1	Udbytte af frie reserver til eksisterende kapitalejere før overtagelse	78
17.5.2	Udbytte af frie reserver til nye kapitalejere efter overtagelse	79
17.6	Debt push down.....	80
17.6.1	Diskussion	80
17.7	Kapitalnedsættelse	81
17.7.1	Kapitalnedsættelse eksisterende kapitalejere før overtagelse	81
17.7.2	Kapitalnedsættelse nye kapitalejere efter overtagelse	81
17.8	Tilbagekøb af kapitalandele.....	81
17.8.1	Tilbagekøb fra de eksisterende kapitalejere.....	81
17.8.2	Tilbagekøb fra de nye kapitalejere	82
17.9	Generelle bemærkninger	82
17.10	Konsekvens for de eksisterende kreditorer	82
17.10.1	Beregning af værdi af gæld efter debt push down	82
18	Integreret delkonklusion.....	83
19	Konklusion	84
20	Forkortelser.....	86
21	Litteratur	86
21.1	Lovgivning	88
21.2	Betænkninger	89
21.3	EU-lovgivning.....	89
21.4	Danske domme.....	89
21.5	EU-domme	89
22	Bilag 1 Leveraged Buy-Out	90
23	Bilag 2 A Ren effekt af ændret kapitalstruktur	91
23.1	Bilag 2 B Lån.....	92
23.2	Bilag 2 C Købspris lig med værdi under eksisterende ejerskab	93
23.2.1	Bilag 2 D Lån.....	94
24	Bilag 3 A Al gæld i målselskab.....	95
24.1	Bilag 3 B Lån.....	96
25	Bilag 4 A Udbytte efter overtagelse.....	97

25.1	Bilag 4 B Lån.....	98
26	Bilag 5 A Debt push down.....	100
26.1	Bilag 5 B.....	101

1 Indledning

Lånefinansierede virksomhedshandler (Leveraged Buy-Outs, LBO) er kendetegnet ved, at der i forbindelse med overtagelsen af, normalt alle eller størstedelen af kapitalandelene i målselskabet, optages en høj grad af fremmedfinansiering, ofte i form af banklån, men også ved udstedelse af erhvervsobligationer¹, da erhververne enten ikke råder over tilstrækkelige midler, eller ikke ønsker at binde så store beløb i et enkelt projekt.

Et kendetegn ved LBO'er er, at opkøbet ikke normalt sker ud fra strategiske overvejelser, så som tilpasning af forretningsaktivet, opnåelse af synergier el.lign., men udelukkende som en investering, om end strategiske overvejelser kan indgå i planen for hvorledes der søges at øge værdien af selskabet, før det afhændes igen.

Typisk vil kredsen af investorer oprette et holdingselskab til lejligheden, enten i form af et aktie- eller anpartsselskab, eller i form af et kommanditselskab, hvis eneste aktiv er kapitalandele i målselskabet. De selskabsdeltagerne ikke råder over tilstrækkelige midler til at overtage kapitalandelene i målselskabet, er det nødvendigt at skaffe yderligere finansiering i form af fremmedkapital, oftest banklån, med sikkerhed i holdingselskabets beholdning af kapitalandele i målselskabet. Da holdingselskabet ikke selv har nogen likviditetsskabende aktivitet, er det helt afhængig af målselskabet for at skabe likviditet til afvikling af lånet. Udlåner vil derfor have et ønske om i videst muligt omfang at flytte udlånet ned i målselskabet, for på den måde at være tættere på kapitalstrømmen. Når lånet ligger i holdingselskabet, vil udlåner være strukturelt efterstillet de kreditorer, der har deres tilgodehavender direkte i målselskabet og som er afhængige af den samme kapitalstrøm, for at modtage deres tilgodehavender. Den strukturelle efterstilling gør, at risikoen for långiver er større hvilket medfører at den rente der vil kræves, vil være højere. Det er derfor i både investorernes og långivers interesse, at i videst muligt omfang at flytte gælden ned i målselskabet eller at få sikkerhed i målselskabets aktiver.

Selvfinansieringsforbuddet i Selskabslovens § 206, stk. 1, medfører dog væsentlige begrænsninger for dette (Ilum & Andersen, 2007, s. 1).

1.1 Hvorfor overtagelse af kapitalandele og ikke substansoverdragelse

Ved virksomhedsoverdragelse i form af salg af aktiver, er der ikke noget til hinder for, at køber belåner de overtagne aktiver, som led i finansieringen af overtagelsen (Werlauff, 2001, s. 382). Det kan derfor undre, at denne form for virksomhedsoverdragelse ikke vælges, hvis køber ønsker at overtage virksomheden.

Ved virksomhedsoverdragelse i form af salg af aktiver medfølger selskabets forpligtigelser ikke, dog vil man normalt indtræde i kunderelaterede forpligtigelser. Anderledes ved overtagelse af kapitalandele, da der dér ikke sker nogen ændring af den juridiske person, kun de bagvedliggende kapitalejere.

¹ Ofte såkaldte junk bonds eller high yield bonds, da de er efterstillet anden gæld, hvorfor långiver kræver en høj rente for at kompensere for den større risiko.

Det betyder også at lejemål, leverandør- og kundekontrakter ikke følger med ved substansoverdragelse., hvorimod reglen er, at de følger med ved overtagelse af kapitalandele, hvis ikke de er omfattet af et ejerskifteforbehold.

Finansiering af aktiver der afstås, medfølger ikke ved substansoverdragelse, da de er knyttet til den juridiske person der optog lånet. Dog skal der være opmærksomhed på evt. pant eller andre tredjemandsrettigheder der følger aktivet. Ved overdragelse af kapitalandele medfølger fremmedfinansieringen principielt, med vil ofte være omfattet af Change of Control (CoC) klausuler, hvorfor de ofte skal genforhandles eller helt refinansieres, hvis der overtages en majoritet af selskabets kapitalandele.

2 Opgavens struktur

I afsnit 3, behandles formalia, i form af problemstilling og problemformulering samt afhandlingens afgrænsning og metodevalg. I afsnit 4 beskrives kort overvejelser i forbindelse med selskabets finansieringsform. I afsnit gennemgås kort selvfinansieringsforbuddets historie, som et fortolkningsbidrag til forståelsen af rationalet bag. I afsnit 6 behandles det bagvedliggende EU-retslige forbud. Afsnit 7 og 8 beskriver kort de generelle selskabsretlige forpligtigelser, der følger af selskabsloven, samt reglerne for lovlig kapitalafgang, i det omfang der har betydning for grænserne for selvfinansieringsforbuddet. Afsnit 9 behandler selvfinansieringsforbuddets nuværende udvikling i dansk ret. Afsnit 10 behandler lovlig selvfinansiering, og dets relevans i forhold til leveraged buy-outs. Afsnit 11 konkludere på den juridiske del.

Afsnit 12 behandler den økonomiske teori vedrørende selskabets kapitalstruktur, herunder særligt betydningen af skat og risiko, for værdien af selskabet. Afsnit 13 introducerer forskellige værdiansættelsesmodeller og der vælges en model for den videre afhandling. Afsnit 14 konkluderer på den økonomiske del.

I afsnit 15 beskrives selvfinansieringsforbuddets indvirkning på værdiansættelsesmodellerne. I afsnit 16 introduceres casen der benyttes til at illustrere virkningerne af selvfinansieringsforbuddet på værdiestimatet. I afsnit 17 simuleres forskellige scenarier ved brug af modellen. Afsnit 18 konkludere på den integrerede del. Afsnit 18 konkludere.

3 Formalia

3.1 Problemstilling

Selvfinansieringsforbuddet omtales ofte som et forbud mod, at et selskab finansierer sin egen overtagelse. Ved enhver investering er det altid meningen at investeringen på sigt skal finansiere sig selv, idet hele formålet med en investering er, at den skal generere et overskud der som minimum kompenserer investor for risikoen ved investeringen og den forskydning i tid af de investerede midler, som investeringen udgør. Det kan derfor virke paradoksalt, at det efter reglerne i selskabsloven ikke er lovligt for et selskab at finansiere sin egen overtagelse. Ved nærmere undersøgelse, viser det sig dog også at det er en sandhed med visse, ikke helt trivielle modifikationer. Forbuddet kan bedst opsummeres som, at det ikke er lovligt for selskabet at

finansiere sin egen overtagelse forud i tid, hvilket også ses at ordlyden af de fleste sproglige versioner af det underliggende EU-retslige direktiv, hvoraf det fremgår at et selskab ikke må *yde forskud*, altså ikke finansiere tredjemands erhvervelse af kapitalandele med midler der retmæssigt vil tilkomme denne senere. Som det vil fremgå af det følgende, er selvfinansieringsforbuddet dog ikke begrænset i tid til kun før erhvervelsen, også efterfølgende lægger selvfinansieringsforbuddet begrænsninger på hvilke dispositioner der lovligt kan foretages med selskabets midler, for så vidt angår de lånte eller egne midler der har finansieret tredjemands overtagelse af kapitalandelene.

Selvfinansieringsforbuddet søger, særligt efter vedtagelsen af direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006, at balancere hensynet til sikringen af selskabets kapital, særligt med kreditorerne i mente, og den fleksibilitet et selskab nødvendigvis må have til at varetages sine interesser bedst muligt, sådan som det selv vurderer dem at være.

Ved fremmedkapitalsfinansierede virksomhedshandler, opstår der en modsætning mellem på den ene side de regler der skal sikre selskabskapitalen i bred forstand, og investorernes ønske om at finansiere overtagelsen med de lavest mulige omkostninger. Ved optagelse af lån, er det ofte vigtigere hvilken form for sikkerhed låntager kan stille, end den underliggende risiko ved det aktiv der erhverves for lånet. Ved en LBO har investor normalt ikke andre, transaktionsspecifikke aktiver at stille som sikkerhed, end de overtagne kapitalandele selv. Men kapitalandele, der ikke har nogen iboende værdi, er ikke velegnet som sikkerhed for lån, hvis tilbagebetaling er afhængig af samme pengestrøm, som bestemmer kapitalandelens handelsværdi. Der eksisterer derfor en modsætning mellem långiver og investorernes interesse i at finansiere overtagelsen med lavest muligt omkostninger, og selskabslovens forbud mod at benytte målselskabet som kilde til finansieringen.

Ovenstående problemstilling leder frem til følgende problemformulering:

3.1.1 Problemformulering

Hvilke muligheder og begrænsninger medfører selvfinansieringsforbuddet, særligt i en LBO-kontekst, for finansieringen af virksomhedsoverdragelser og hvilken påvirkning af den estimerede værdi af målselskabet har det.

3.2 Afgrænsning

Opgavens fokus er på virksomhedshandler i form af overtagelse af hele eller majoriteten af selskabskapitalen og hvor der er en høj grad af fremmedfinansiering i forbindelse hermed. Kun overtagelse af kapitalandele i selskaber der er omfattet af selskabsloven, vil blive behandlet i nærværende afhandling. Substansoverdragelse, hvor enkelte aktiver eller hele virksomheden overdrages i form af salg af aktiver, vil derfor kun blive behandlet i det omfang det er relevant for opgaven, enten for at belyse en kontrast ved de to metoder, eller fordi det naturligt er en del af det relevante område.

Afhandlingens fokus vil være på aktieselskaber, grundet disses større relevans for økonomien, men da reglerne efter vedtagelsen af selskabsloven er identiske, vil tilsvarende gælde for anpartsselskaber. Fokus vil udelukkende være på danske kapitalselskaber.

Fokus er på Leveraged Buy-Outs, hvor overtagelsen sker med en høj grad af fremmedfinansiering og med det formål, at efter en, oftest kort årrække, at sælge virksomheden igen. Virksomhedsoverdragelser begrundet i strategiske overvejelser f.eks. op eller ned i værdikæden, begrundet i vækst eller for at trænge ind på nye markeder, vil ikke blive behandlet. Udgangspunktet for afhandlingen er, at opkøbet sker med det formål at optimere kapitalstrukturen, hvorefter selskabet bortsælges. Optimering af drift, leverandørgæld etc. og evt. bortsalg af dele af selskabet vil ikke blive behandlet uddybende, på trods af disses ikke nødvendigvis trivielle betydning for forbedringen af pengestrømmen og som kilde til finansiering.

Selskabs- og børsretlige regler vedr. overtagelsestilbud, tvangsindløsning af minoritetsaktionærer og lignede vil ikke blive behandlet.

Afhandlingen vil ikke behandle juridisk risikoafdækning i forbindelse med låneaftaler udover hvad der er relevant i konteksten af det behandlede område, f.eks. CoC klausuler tilknyttet låneaftalen.

Det antages at alle selskaber er fuldt skattepligtige til Danmark efter SSL § 1

3.3 Metode

Afhandlingens juridiske metode, tager udgangspunkt i den retsdogmatiske metode, hvilket vil sige

[...]at fastslå hvilke retsregler der gælder her og nu, og den mere præcise forståelse af den enkelte regel set på baggrund af dens tilblivelseshistorie, formål og andet relevant fortolknings- eller retskildemateriale, for på den måde at komme frem til, hvilke betingelser retsreglerne sætter op for og hvilken konsekvensfølge der har for markedet for højt gearede virksomhedshandler.

Analysen inddrager relevante lovregler, lovreglernes forarbejder, retspraksis samt Erhvervsstyrelsens (tidligere Erhvervs- og selskabsstyrelsen) administrative praksis, ligesom den juridiske litteratur vil blive inddraget.

Til trods for at Erhvervsstyrelsens administrative praksis ikke er forpligtigende, har den i praksis stor betydning, idet den sjældent har været prøvet ved domstolene, men i stedet normal accepteres af praktikerne som udtryk for gældende ret.

Afhandlingens økonomiske del, tager udgangspunkt i teorien om kapitalstruktur og værdiansættelse for at analysere hvordan kapitalstruktureffekterne påvirker værdiansættelsen af virksomheder i en Leveraged Buy-Out situation. Undersøgelsen er induktiv i sit udgangspunkt.

I afhandlingen ses selskabet som en "sort boks", hvilket vil sige at selskabet ses som en produktionsfunktion, der laver input om til output. Selskabets interne organisation vil ikke blive betragtet.

Juridisk del

4 Valg af finansieringsform

Ved valg af finansieringsform, skal selskabets interesser varetages. Umiddelbart foretages valget baseret på kommercielle forhold, om end finansiering med fremmedkapital kan være dyrt eller endog umuligt, hvis selskabet har lav kreditværdighed. Finansiering fra selskabets ejere kan både være i form af egenkapital, men også i form af lån. Lån fra ejerne er ofte ydet som ansvarligt lån (efterstillet lån). Fordelen ved et ansvarligt lån er, at det ikke forringer selskabets mulighed for at optage andre lån, da de vil stå bedre i tilfælde af selskabets insolvens.

Den vigtigste kilde til fremmedfinansiering i Danmark er lån fra banker og realkreditinstitutioner. Som det fremgår af nedenstående graf, kommer en stadig stigende del af erhvervslivets lån fra realkreditinstitutioner. De historisk lave renter på realkreditlån samt den finansielle krise i slut nullet, har været den drivende kraft bag udviklingen.

Banklån er typisk enten i form af lån til den daglige drift, i form af en kassekredit eller kreditramme, eller mere langsigtede lån til finansiering af mere større projekter, som kapacitetsudvidelse e.lign.

Banklån er normalt betinget af indtjening på driften og at selskabet råder over aktiver til brug for sikkerhedsstillelse. Et vigtigt aktiv i den forbindelse, som det også fremgår af den stigende brug af realkreditlån, er fast ejendom.

Alternativt kan selskabet skaffe finansiering via kapitalmarkederne, ved udstedelse af værdipapirer, enten i form af kapitalandele, eller i form af erhvervsobligationer. Brugen af erhvervsobligationer har dog været ret beskedent i Danmark.

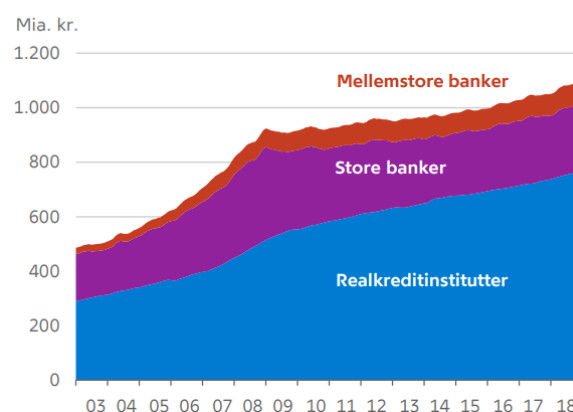
Finansiering via kapitalmarkederne er dog relativt dyrt, da det kræver rådgivning og udstedelse af prospekter.

4.1 Kapitalstruktur

Et selskabs kapitalstruktur, er et udtryk for hvordan selskabets aktiver er finansieret. Et kapitalselskab kan være 100% finansieret med egenkapital, eller det kan have en større eller mindre grad af fremmedfinansiering. Forholdet mellem selskabets egen- og fremmedkapital er et

Realkrediten driver fortsat udlånsvæksten til erhverv

Figur 27



Anm.: Udlån til erhverv fra store og mellemstore banker samt realkreditinstitutioner, 3 måneders glidende gennemsnit. Seneste observation er ultimo oktober 2018.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

(Danmarks Nationalbank, 2018, s. 16)
Graf 4.1

udtryk for hvor meget selskabet er gearet. En høj gearing, giver mulighed for et højt afkast på en relativt lille investering, men udsætter også selskabet for en yderligere risiko, idet gælden skal betales tilbage uanset selskabets resultat. Der er ikke nogen selskabsretlig pligt for selskabets ledelse til at forfølge en bestemt strategi for kapitalstrukturen, kun en forpligtigelse til, at til enhver tid at sørge for et forsvarligt kapitalberedskab.

Forholdet mellem gearing, risiko og afkast behandles mere udførligt i afsnit 12.

Et selskab kan justere sin kapitalstruktur på flere måder. Ved overført overskud, ved optagelse eller afdrag på gæld, ved gældskonvertering, ved indskud af egenkapital eller ved kapitalnedsættelse eller udbytte.

Et selskab kan vælge at finansiere sig 100% med egenkapital, men det kan være dyrt da kapitalejerne typisk vil kræve et højere afkast på investeringen end fremmedkapitalen. Fordelen ved egenkapital er, at den ikke skal betales tilbage undtagen i tilfælde af selskabets solvente likvidation jf. SL §§ 222-224, ligesom de normalt ikke har noget krav på afkast. Der findes dog tilfælde af udbytteaktier f.eks. TDC og Nordea, med fast kupon, men brugen er meget begrænset.

I praksis vil kapitalejerne dog kræve et afkast på deres investering. Dertil kommer, at det kan være vanskeligt at rejse yderligere kapital fra ejerne. En aktieemission er en relativt kompliceret proces, hvilket gør det uegnet til at skaffe likviditet på kort sigt, ligesom det er uhensigtsmæssigt hvis likviditetsbehovet kun er forbigående.

Et kapitalselskab omfattet af selskabsloven, kan ikke være 100% fremmedfinansieret allerede af den grund at der er et krav om mindstekapital i selskabsloven.

Fremmedkapital er ufleksibel sammenlignet med egenkapital, da den vil have fastlagte planer for renter og afdrag, hvilket er risikabelt hvis der i enkelte år skulle være utilstrækkelig likviditet fra driften. Dertil kommer at långiver ofte vil knytte vilkår til gælden f.eks. i form af covenants, der begrænser selskabets handlefrihed.

5 Selvfinansieringsforbuddets historie og rationale

5.1 Formål med forbuddet

Selvfinansieringsforbuddet har som primært formål at sikre selskabets eksisterende kreditorer mod udhuling af sikkerheden i selskabet, ved at selskabets midler benyttes på transaktioner, eventuel ved at der optages lån i målselskabet, der er driften uvedkommende.

Reglerne for selvfinansiering indgår i det samlede regelkompleks af kapitalbeskyttelsesregler i selskabsloven, hvilket også inkluderer reglerne om egne kapitalandele, udbyttebetaling, kapitalnedsættelse, likvidation og fusion samt reglerne om kapitalejerlån og til dels reglerne om moderselskabslån.

I præamblen til andet selskabsdirektiv, formuleres det således:

”der bør fastsættes fællesskabsforskrifter med henblik på at bevare kapitalen, som udgør kreditorernes sikkerhed, navnlig ved at forbyde, at kapitalen forringes gennem uberettigede uddelinger til aktionærerne og ved at begrænse et selskabs mulighed for at erhverve egne aktier;”

I forbindelse med revision af de den Engelske selskabslovgivning i 1960’erne, nedsattes en komite, populært kaldet the Jenkins Committee² med det formål at undersøge de gældende regler. I deres rapport, udtalte om bevæggrunden for reglerne om selvfinansiering.

“[...]If people who cannot provide the funds necessary to acquire control of a company from their own resources, or by borrowing on their own credit, gain control of a company with large assets on the understanding that they will use the funds of the company to pay for their shares it seems to us all too likely that in many cases the company will be made to part with its funds either on inadequate security or for an illusory consideration. If the speculation succeeds, the company and therefore its creditors and minority shareholders may suffer no loss, although their interests will have been subjected to an illegitimate risk; if it fails, it may be little consolation for creditors and minority shareholders to know that the directors are liable for misfeasance. [...]”(Jenkins et al., 1962 para 173)”

I en leveraged buy-out kontekst, medfører det, at køber ikke kan benytte målselskabet som direkte finansieringskilde for overtagelsen. Ved at forhindre gælden i at blive optaget i målselskabet, isoleres risikoen for, at lånet ikke kan honoreres, til holdingselskabet, hvor gælden er placeret. Da holdingselskabets konkurs ikke har betydning for driftsselskabet, er de kreditorer der har deres tilgodehavender der, beskyttet mod den direkte risiko ved den ofte meget omfattende lånoptagelse i forbindelse med højt gearede virksomhedsovertagelser.

Det betyder dog ikke at de eksisterende kreditorer helt slipper for risiko, da de nye ejer ofte vil forfølge en strategi, der øger risikoen også for de eksisterende kreditorer da de er afhængige af at kunne generere et stort cash flow for at kunne servicere gælden i holdingselskabet

5.1.1 Markedsmanipulation

Et andet, ofte overset, formål med selvfinansieringsforbuddet er, at forhindre markedsmanipulation, hvor et selskab organiserer en aktiestøtte-operation hvor selskabet sikrer de investorer, der opkøber selskabets aktier, mod tab, for på den måde at øge kursen på aktien til en kurs over markedskursen (Ferran & Ho, 2014, s. 235).

² Report of the Company Law Committee, Cmnd. 1749, Board of Trade, London 1962

5.2 Selvfinansieringsforbuddets udvikling i Danmark

5.2.1 Betænkning 362/1964

Den 6. september 1957 nedsatte det daværende Handelsministerium en kommission, der skulle fremsætte et forslag til en ny aktieselskabslov. I august 1964 fremsatte kommissionen betænkning 362/1964, der bl.a. Sigtede på at supplere de allerede eksisterende regler vedr. aktionærlån, med et forslag til, i lighed med tilsvarende regler i bl.a. Storbritannien og Italien, at i dansk ret at indføre en § 47, der forbyder et aktieselskab at yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller i et selskab, som ejer mere end halvdelen af dets aktiekapital³.

Bestemmelsen lyder i sin helhed:

§ 47. Et aktieselskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller i et selskab, som ejer mere end halvdelen af dets aktiekapital.

I kommentaren til § 47 hedder det:

Bestemmelsen supplerer såvel reglerne om ydelse af aktionærlån som reglerne om erhvervelse af egne aktier og tager navnlig sigte på de i praksis forekommende tilfælde, hvor en køber - evt. et i dette øjemed stiftet holding-selskab - erhverver samtlige aktier i et selskab på kredit og samtidig opnår et lån i det pågældende selskab til finansiering af købet med den udtrykkelige eller stiltiende aftale, at lånet efter overtagelsen af selskabet skal indfries ved hjælp af det overtagne selskabs midler.⁴

Begrundelsen for forslaget var, at ”Sådanne lånetransaktioner har ofte givet anledning til misbrug og medført tab for kreditorer og aktionærer⁵” og var inspireret af den tilsvarende bestemmelse i Storbritanniens Companies Act sect. 16, der var blevet indført med vedtagelsen af Companies Act af 1928 (Ferran & Ho, 2014, s. 232).

Bestemmelsen i § 47, blev suppleret af § 48, der udvider forbuddet i §§ 45-47 om at yde lån, til også at finde anvendelse på kaution og anden sikkerhedsstillelse.

§ 48. Bestemmelserne i §§ 45-47 finder tilsvarende anvendelse på kaution og anden sikkerhedsstillelse. Sådan kaution eller sikkerhedsstillelse er dog bindende for selskabet, medmindre medkontraahenten havde kendskab til, at sikkerheden var stillet i strid med reglerne i §§ 45-47.

Forslaget blev ikke gennemført.

³ Betænkning 352/1964 s. 35

⁴ Betænkning 352/1964 s. 132

⁵ Betænkning 352/1964 s. 131

5.2.2 Betænkning 540/1969

I stedet nedsatte Handelsministeriet d. 6. november 1964 en ny kommission, der skulle udarbejde en ny betænkning om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning.

I september 1969 udkom kommissionen med et nyt forslag til en aktieselskabslov i betænkning 540/1969, hvor man igen fremsatte forslag om indførelse af et forbud mod selvfinansiering. I betænkningen henviser man til begrundelsen i betænkning 362/1964, med en bemærkning om, at *"Den her foreslåede regel har for dansk rets vedkommende fået forøget aktualitet og betydning ved det i »Boss«-sagen passerede (Betænkning 540, 1969, s. 159)."*⁶

§ 115, stk. 4

Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller dets moderselskab. Ej heller må selskabet stille sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse. (Betænkning 540, 1969, s. 39)

Bestemmelsen har samme materielle indhold som det i betænkning 352/1970 § 47 sammenholdt med § 48 foreslåede forbud, dog med en præcisering af, at forbuddet også strækker sig til erhvervelse af kapitalandele i moderselskaber, med formuleringen *"[...] et selskab, som ejer mere end halvdelen af dets aktiekapital"*. Formuleringen er mere fleksibel i forhold til at opfange den tiltænkte situation, da et selskab kan have en bestemmende indflydelse på et andet, også med en mindre ejerandel end halvdelen, f.eks. hvis de resterende kapitalandele er spredt bredt mellem mange mindre kapitalejere.

Bestemmelsen blev indført ved lov nr. 370 af 13. juni 1973, i § 115, stk. 2 for aktieselskaber og lov nr. 371 af 13. juni 1973 i § 84, stk. 2, for så vidt angår anpartsselskaber, med samme formulering som den i betænkning 540/1969 foreslåede.

Med lov 282 af 9. juni 1982 flyttedes forbuddet mod selvfinansiering til § 115, stk. 2, ligesom man udnyttede den mulighed for at tillade kapitalselskaber, at yde støtte til medarbejdernes erhvervelse af kapitalandele i selskabet, der fandtes i det andet selskabsdirektiv DIR 77/91 EØF art. 23, stk. 2 med indførelsen af § 115a, stk. 2

Samtidig ændredes formuleringen, til at også gælde det at "stille midler til rådighed". Ændringen skyldtes at man søgte at bringe loven i overensstemmelse med det andet selskabsdirektivs formulering. Formuleringen i den danske udgave af direktivet, syntes dog noget udvidet, i forhold til andre sproglige udgaver, der bedre syntes oversat til "yde forskud". Betydningen af forskellen

⁶ BOSS-sagerne U.1970.96H, U.1970.795H, U.1970.803 H og U.1973.417H

Sammenslutningen BOSS of Scandinavia, var et kommanditselskab, der blev oprettet i 1966 af fem konfektionsfabrikker, der alle indtrådte som kommanditister i selskabet, med et officielt navn Scandinavian Clothing Industries Ltd. De deltagende selskaber stiftede til lejligheden et aktieselskab, der blev indsat som komplement. Formålet med oprettelsen af sammenslutningen var, at selskaberne var presset på likviditeten og man søgte, ved at overtage andre driftsselskaber uden for sammenslutningen, at benytte disses midler til egne formål (Bet. 690, 1973, s. 129). Gennem forskellige konstruktioner, søgte man at sikre sig aktiemajoriteten i målselskaberne, finansieret gennem långivning optaget eller sikret af de overtagne selskaber selv.

i de sproglige versioner, behandles under afsnittet om det EU-retslige grundlag for de nuværende regler i afsnit 6.1

6 EU-retslig baggrund

Forbuddet mod (aktie)selskabers støtte til tredjemands erhvervelse af kapitalandele blev i EU-retten (dengang EF) indført med det andet selskabsdirektiv, DIR 77/91 EØF. Forbuddet findes i art. 23, stk. 1, der lyder:

77/91 EØF Art 23, stk. 1.

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

Samme artikels stk. 2, undtager transaktioner, der gennemføres som led banker og andre pengeinstitutters løbende dispositioner, samt dispositioner foretaget med henblik på erhvervelse aktier af eller til arbejdstagere.

Bestemmelsen finder, jf. art. 1, stk. 1, kun anvendelse på aktieselskaber, men blev i dansk ret udvidet til også at gælde for anpartsselskaber (såkaldt gold-plating). Årsagen til at de kun blev indført for aktieselskaber i EU-retten, skyldtes at aktieselskaber blev anset for særligt vigtige ”da disse selskabers virksomhed spiller en fremtrædende rolle i medlemsstaternes økonomi og ofte rækker ud over den enkelte stats område”⁷

Formålet med bestemmelsen, er, sammen med reglerne for udlodning af selskabets midler og reglerne for selskabets erhvervelse af egne kapitalandele m.v., at sikre selskabskapitalens bevarelse, med det formål at beskytte kreditorerne. I præamblen til andet selskabsdirektiv hedder det:

der bør fastsættes fællesskabsforskrifter med henblik på at bevare kapitalen, som udgør kreditorernes sikkerhed, navnlig ved at forbyde, at kapitalen forringes gennem uberettigede uddelinger til aktionærene og ved at begrænse et selskabs mulighed for at erhverve egne aktier;

Med vedtagelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006, blev det absolutte forbud mod økonomisk støtte, ændret til en betinget lovliggørelse.

Artikel 23, stk. 1, affattes således: »1. Når en medlemsstat tillader et selskab enten direkte eller indirekte at stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed med henblik på tredjemands erhvervelse af dets aktier, gør den sådanne transaktioner betinget af, at kravene i andet til femte afsnit er opfyldt.

⁷Præamblen til DIR 91/77/EØF

DIR 77/91/EØF blev afskaffet ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2012/30/EU af 25. oktober 2012, hvor bestemmelsen blev flyttet til art. 25, 1, men medførte ikke nogen ændring i de materielle regler.

Denne blev igen ophævet ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2017/1132/EU af 14. juni 2017. Reglerne for selvfinansiering, findes nu i direktivets art 64.

6.1 Andre sproglige versioner af direktivet

Ordlyden en danske udgave af DIR 77/91/EØF art. 23, stk. 1 første komma, der hedder [...] *stille midler til rådighed*, er blevet kritiseret (Lund-Andersen, 2012) (Kure, 2018)for, at være for bredtfaavnende i forhold til andre sproglige versioner af direktivet.

Andre sproglige udgaver af direktivet, bruger en formulering, der syntes bedre oversat til ”*yde forskud*”.

Eksempler fra andre sproglige versioner:

Den engelske udgave

*A company may not **advance funds**, nor make loans, nor provide security, with a view to the acquisition of its shares by a third party.*

Den tyske udgave

*Eine Gesellschaft darf im Hinblick auf den Erwerb ihrer Aktien durch einen Dritten weder **Vorschüsse geben** noch Darlehen gewähren noch Sicherheiten leisten .*

Den svenske udgave

*Ett bolag får inte **ge förskott**, lämna lån eller ställa säkerhet i syfte att tredje man skall förvärva aktier i bolaget.*

EU-domstolen har flere gange fremhævet⁸, at alle sproglige versioner af versioner af EU-retsakter er autentiske, og en fortolkning af EU-retlige bestemmelser derfor kun ske efter en sammenligning af de sproglige versioner.

I sag C-311/06 præmis 53 opsummerer EU-domstolens sin praksis således:

”Det fremgår således af fast retspraksis, at kravet om en ensartet anvendelse, og følgelig fortolkning, af de fællesskabsretlige bestemmelser udelukker, at en bestemmelses ordlyd i tvivlstilfælde betragtes isoleret i en enkelt sprogversion, idet det tværtimod kræves, at ordlyden fortolkes og anvendes på baggrund af

⁸ For eksempel sag C-283/1 præmis 18 ” Der skal først og fremmest tages hensyn til den omstændighed, at de EF-retlige bestemmelser er affattet på flere forskellige sprog, og at alle sproglige versioner er autentiske. Fortolkningen af en EF-retlig bestemmelse kan derfor først ske efter en sammenligning af de sproglige versioner.”

versionerne på de andre officielle sprog (dom af 12.11.1969, sag 29/69, Stauder, Sml. 1969, s. 107, org.ref.: Rec. s. 419, præmis 3, af 2.4.1998, sag C-296/95, EMU Tabac m.fl., Sml. I, s. 1605, præmis 36, og af 9.3.2006, sag C-174/05, Zuid-Hollandse Milieufederatie og Natuur en Milieu, Sml. I, s. 2443, præmis 20).”

Forelagt EU-domstolen, kunne det derfor godt forstilles, at den danske ordlyd vil blive tilsidesat til fordel for en ensartet forståelse medlemsstaterne imellem.

Det må dog bemærkes i den forbindelse, at direktivet er et minimumsdirektiv, og der således ikke er noget til hinder for, at man i Danmark har indført strengere regler.

7 Generelle selskabsretlige forpligtigelser

7.1 Indledning

Erik Werlauff definere ulovlig selvfinansiering som situationer, hvor selskabets midler bliver stillet til rådighed for kapitalejeren, uden disse bliver aktionærens ejendom (Werlauff, 2006, s. 2). Derimod, er der ikke tale om selvfinansiering, hvis selskabets midler forlader selskabet under iagttagelse af reglerne om lovlig kapitalafgang. Det giver derfor mening, først at gennemgå reglerne for selskabets lovlige omgang med selskabets midler, før reglerne for selvfinansiering behandles.

7.2 Ansvarlig selskabsledelse

De almindelige forpligtigelser for ledelsen er at sikre et forsvarligt kapitalberedskab, en betryggende formueforvaltning og at disponering er *i selskabets interesse*, jf. SL §115, alternativt § 116.

Selskabets ledelse er forpligtiget til at varetage selskabets interesse og ikke kun kapitalejernes. Et eksempel er henvisningen i SSL § 207, stk.1, nr. 2, hvorefter den skriftlige redegørelse, der er påkrævet ved lovlig selvfinansiering, skal indeholde oplysninger om *”selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition”* (Bunch & Christensen, 2011)

Selskabets ledelses forpligtigelse er, at varetage det enkelte selskabs interesse og ikke et eventuelt moderselskab eller andre koncernforbundne selskabers. Det er dog tilladt for selskabet at tage hensyn til andre koncernselskaber på bekostning af selskabets egne umiddelbare fordel, hvis det modsvares af en andel fordel på længere sigt, det såkaldte udligningssynspunkt.

Da kapitalselskabet er en selvstændig juridisk person og kun selskabet derfor hæfter umiddelbart for selskabets forpligtigelser. Formålet er, at forhindre at ledelsen og/eller (majoritets)kapitalejerne i at misbruge selskabets midler. Forpligtigelsen følger af SL § 127, stk. 1, efter hvilken, medlemmerne af selskabets ledelse ikke må disponere således, at dispositionen er åbenbart egnet til at skaffe visse kapitalejere eller andre en utilbørlig fordel på andre kapitalejers eller kapitalselskabets bekostning. § 127, stk. 1 er en pendant til generalklausulen i § 108, der dog omhandler generalforsamlingen.

Det medfører, at ledelsen er forpligtiget til at varetage både kapitalejernes og kreditorernes interesse. I tilfælde af selskabets insolvens, fortrænges kapitalejernes interesser af selskabets kreditorer.

Reglerne suppleres af § 136 efter hvilken selskabet ikke er forpligtiget, hvis den tegningsberigtigede har handlet i strid med de begrænsningerne i ledelsens handlefrihed der følger af loven eller aftalen eller tilsagnet falder uden for kapital selskabets formål eller den tegningsberettigede har overskredet sin bemyndigelse. For de to sidste gælder dog, at de stadig forpligtiger selskabet over for tredjemand i god tro.

7.3 Forsvarligt kapitalberedskab

Ledelsen er forpligtiget til, jf. SL § 118, stk. 2, at sikre ” *tilstrækkelig likviditet til at opfylde kapital selskabets nuværende og fremtidige forpligtelser, efterhånden som de forfalder*” Hvad der udgør et forsvarligt kapitalberedskab, må fastslås ved en konkret vurdering, men det stiller krav til, at selskabets likviditet til en hver tid, er i hvert fald så tilstrækkeligt, at det kan imødegå de umiddelbare forpligtigelser. Hvor store forpligtigelser det kan indgå, baseret på forventningen til selskabets fremtidige udvikling, kan vanskeligt besvares.

Likviditeten kan komme fra enten driftsoverskuddet, i form af egenfinansiering eller fra fremmedfinansiering. Hvis der er behov for at forbedre beredskabet, må man enten skaffe ny finansiering eller justere virksomheden ved f.eks. reducere omkostningerne, optimere leverandørkreditterne eller evt. frasælge dele af virksomheden. Derudover vil det være nødvendigt at forhindre kapitalafgang i form af udlodning til kapitalejerne.

Derudover er det også nødvendigt for selskabets ledelse at have styr på selskabets lånearrangementer, idet der kan være klausuler tilknyttet hvorefter lånet kan kræves tilbagebetalt på anfordring, eller andre klausuler tilknyttet, der begrænser selskabets råderum.

I forhold til LBO'er, hvor der oftest ikke er nogen anden aktivitet end ejerskabet af kapitalandelene i målselskabet, har Erhvervsstyrelsen (Erhvervs- og selskabsstyrelsen), gjort opmærksom på, at køber ligeledes har et ansvar for at påse, at kapitalberedskabet i køber til enhver tid er forsvarligt (Bunch & Nielsen, 2008, s. 4), hvilket betyder at bestyrelsen i det købende selskab er ansvarlig for, at der udarbejdes alternative planer for købers kapitalberedskab, i den situation, at målselskabet ikke kan udbetale det udbytte, der var planlagt ved overtagelsen.

7.3.1 Hæftelse for kapitalejerne

Jf. SL § 1, stk. 2, 1. pkt., hæfter aktionærerne og anpartshaverne (kapitalejerne) ikke personligt for kapital selskabets forpligtelser, men alene med deres indskud. Begrænset hæftelse gælder også i koncernforhold

Kapitalejerne kan ikke forpligtiges til at foretage yderligere indskud uden der foreligger enstemmighed til en vedtægtsændring, jf. SL § 107.

Kapitalejerne kan dog have forpligtiget sig til at tilføre selskabet yderligere kapital ved en kapitalejeraftale. En sådan aftale er dog kun forpligtigende inter partes og kan ikke påberåbes af hverken selskabet eller selskabets kreditorer.

Kapitalejerne kan også have forpligtiget sig til at indskyde yderligere kapital i en støtteerklæring givet til tredjemand, eller i form af kaution, hvorved kapitalejeren(e) direkte hæfter over for bestemt tredjemand. Kaution kan dog ikke forpligtige kapitalejeren til at indskyde yderligere kapital i selskabet.

Det at kapitalejernes hæftelse er begrænset til indskuddet, medfører at investorerne kan isolere risikoen, idet det potentielle tab er begrænset til den indskudte kapital. I udgangspunktet, kan långiver ikke rette tilbagebetalingskrav mod kapitalejerne. Det medfører en begrænsning af tabet, mens den potentielle up-side er ubegrænset. En konsekvens af dette er, at investorerne ikke har samme motivation til at sikre selskabets overlevelse, som hvis de hæftede personligt og med hele deres formue.

Det medfører også at långiver vil kræve en højere kompensation i form af højere rente på udlån, da risikoen er større. Det er dog muligt for långiver at (delvis) sikre sig, ved hjælp af kaution, sikkerhedsstillelse e.lign.

I forbindelse med moderniseringen af Selskabsloven, drøftede udvalget hvorvidt der skulle indføres en lovhjemlet adgang for domstolene til at tilsidesætte kapitalejernes begrænsede hæftelse, begrundet i den liberalisering af Selskabsloven som blandt andet indførelsen af lovlig selvfinansiering ville medføre, men udvalget var af den mening, at den kreditorbeskyttelse der kunne ligge i at tilsidesætte hæftelsesreglerne, ikke vejer tungere, end det behov for klarhed og forudberegnelighed som selskabsdeltagerne har (*Betænkning 1498*, 2008, s. 45).

8 Kapitalafgang

8.1 Ordinært udbytte

Ordinært udbytte kan udloddes efter reglerne i SL § 180. Selskabet kan udlodde det beløb, der er til rådighed efter årsregnskabet, hvilket vil sige de frie reserver i form af overført overskud samt reserver, der ikke er bundet i henhold til lov eller vedtægter. Frie reserver kan, ud over i form af overført overskud, opbygges ved at frasælge aktiviteter eller datterselskaber.

Udlodning af ordinært udbytte besluttet på generalforsamlingen, med der kan ikke besluttet et større udbytte, end indstillet af bestyrelsen.

8.2 Ekstraordinært udbytte

Ekstraordinært udbytte kan udloddes efter SL § 182, efter selskabet har aflagt sin første årsrapport. Beslutning om ekstraordinært udbytte, træffes af generalforsamlingen.

Generalforsamlingen kan ikke beslutte en højere udbytteprocent end den, bestyrelsen indstiller.

Som udbytte kan kun anvendes midler, omfattet af SL § 180, samt optjent overskud og frie reserver, der er opstået eller blevet frigjort efter den periode, der senest er aflagt årsrapport for

8.2.1 Udbytte i forbindelse med overtagelsestilbud

Hvis tilbudsgiver påtænker at lade målselskabet udbetale udbytte (ordinært eller ekstraordinært) indenfor de første 12 måneder efter gennemførelsen af overtagelsestilbuddet, skal det oplyses i tilbudsdokumentet, jf. SL § 184, jf. bekendtgørelse om overtagelsestilbud § 10, stk. 2, nr. 4. Tilbudsgiver skal samtidig hermed oplyse, hvilken udbetaling der er tale om og størrelsen af den påtænkte udbetaling.

Har tilbudsgiver ikke oplyst om en påtænkt udbetaling kan tilbudsgiver ikke lade målselskabet foretage udbetalinger i de første 12 måneder efter gennemførelsen af overtagelsestilbuddet, medmindre udbetalingen af selskabets midler sker på baggrund af særlige konkrete omstændigheder, som forbedrer selskabets finansielle situation, og som ikke var påregnelig for tilbudsgiver ved udarbejdelsen af tilbudsdokumentet.

8.3 Kapitalnedsættelse

Det står et selskab frit for at nedsætte selskabets nominelle selskabskapital, så længe selskabskapitalen dermed ikke kommer under den lovpligtige mindstekapital og der tages hensyn til, at selskabet til enhver tid skal have et forsvarligt kapitalberedskab. SL § 187, stk. 2 bestemmer, at der i forbindelse med en planlagt kapitalnedsættelse skal ske meddelelse til kreditorerne hvis formålet med kapitalnedsættelsen er at udbetale midlerne til kapitalejerne eller hvis de skal henlægges til en særlig reserve, jf. § 192, stk. 2, jf. § 188, stk. 1 nr. 2 og 3, medmindre der samtidig sker en tilsvarende forhøjelse af selskabskapitalen ved tegning af samme nominelle beløb, jf. § 192, stk. 2.

Efter § 193, stk. 4, kan en kapitalnedsættelse ikke gennemføres, hvis anmeldte forfaldne krav ikke er fyldestgjort og der ikke på forlangende er stillet betryggende sikkerhed for uforfaldne eller omtvistede krav.

Efter selskabslovens § 188 kan en kapitalnedsættelse ske til følgende formål: 1. Dækning af underskud 2. Udbetaling til aktionærerne/anpartshaverne 3. Henlæggelse til en særlig reserve

En særlig situation foreligger i det tilfælde at målselskabet over en årrække har et akkumuleret underskud således at de frie reserver er negative. Ved at nedsætte selskabskapitalen, opnår selskabet at der tidligere vil opstå en situation med positive frie reserver og således at det tidligere vil være muligt at udbetale udbytte der kan anvendes af køber til at nedbringe gælden optaget til at finansiere overtagelsen. Det kan være særligt interessant i forbindelse med kapitalfondes overtagelse af selskaber, da det ofte er selskaber der ikke har optimal drift eller kapitalstruktur, der er mål for overtagelsen.

8.3.1 Tilbagebetaling

Hvis der er sket udlodning til kapitalejerne i modstrid med reglerne i selskabsloven, skal der ske tilbagebetaling, jf. SL § 194, stk. 1, med tillæg af renter efter rentelovens § 5, stk. 1 og 2 med tillæg

af 2 %. Tilbagebetalingspligten påhviler kun kapitalejere, der har modtaget udbytte i ond tro. Det er selskabet der skal godtgøre ond tro (*Karnovs kommenterede selskabslov*, 2020, n. 1075). Ifølge Erhvervsstyrelse, vil kapitalejere, der deltager i selskabets ledelse, aldrig kunne være i god tro (ibid.).

Ved kapitalnedsættelse eller likvidationsudlodninger, vil der skulle ske tilbagebetaling, uanset om kapitalejeren var i god tro (*Karnovs kommenterede selskabslov*, 2020, n. 1075).

8.4 Egne kapitalandele

For at lette byrden for køber, der ønsker at overtage majoriteten eller hele selskabskapitalen, kan målselskabet erhverve egne kapitalandele, for derigennem at mindske kapitalbehovet for køber. Egne kapitalandele kan erhverves til eje eller pant, jf. SL § 196.

Et selskab kan, jf. § 197, kun benytte beløb til erhvervelse af egne kapitalandele mod vederlag, der kan udbetales som udbytte efter § 180, stk. 2. Derudover skal det ske under iagttagelse af det almindelige krav til kapitalafgang i § 179, stk. 2. Yderligere er det et krav, at kapitalandelene er fuldt indbetalt, jf. § 196. Hvis kapitalandelene ikke er fuldt indbetalt, vil selskabet selv overtage restindbetalingsforpligtigelsen, hvorved der i realiteten ikke finder restindbetaling sted (*Karnovs kommenterede selskabslov*, 2020, n. 1084).

Da kun midler der kan udloddes som udbytte efter § 180, stk. 2 kan benyttes, vil selskabets opkøb af egne kapitalandele kun medføre en reduktion af kapitalbehovet for køber der er svarende til hvad der kan opnås ved udbetaling af udbytte til de eksisterende kapitalejere og syntes derfor ikke at være særligt relevant som en måde at finansiere en overtagelse.

8.4.1 Afhændelse af erhvervede kapitalandele

Kapitalandele erhvervet uden vederlag, eller efter reglerne i overensstemmelse med SL § 200, nr. 2-4, skal afhændes så snart det kan ske uden skade for kapitalselskabet, jf. SL § 202, stk. 1. Afhændelse skal ske senest efter 3 år, jf. § § 202, stk. 2, medmindre selskabets og eventuelle datterselskabers samlede beholdning af egne kapitalandele ikke overstiger selskabets frie reserver.

Kapitalandele erhvervet til eje i strid med SL §§ 196-201, skal afhændes snarest muligt og inden 6 måneder, jf. SL § 203, stk. 1. Tilsvarende gælder, at pantsætningen skal bringes til ophør, hvis de er erhvervet til pant, jf. § 203, stk. 2.

Hvis kapitalandelene der ikke er afhændet, efter reglerne i SL § 202 eller § 203, skal kapitalselskabets centrale ledelsesorgan foranledige at selskabskapitalen nedsættes med kapitalandelenes værdi, jf. SL § 204.

8.5 Datterselskabs erhvervelse af kapitalandele i moderselskabet

Reglerne om egne kapitalandele, gælder tilsvarende for datterselskabers erhvervelse af kapitalandele til eje eller pant i moderselskabet, jf. SL § 201. Begrænsningen gælder både danske og udenlandske datterselskaber (Bunch & Whitt, 2018b, n. 1304), ligesom det er

Erhvervsstyrelsens holdning at reglerne omfatter erhvervelse af kapitalandele i både danske og udenlandske moderselskaber (ibid.)

8.6 Nytegning af kapitalandele

I litteraturen, diskuteres det ofte om nytegning af kapitalandele også er omfattet af forbuddet. Det antages normalt at det er, ligesom det også er den opfattelse, som Erhvervsstyrelsen ligger til grund (Bunch & Whitt, 2018c, s. 16). Til støtte herfor kan også ses SL § 209, andet punktum, hvoraf det fremgår at reglen om tredjemands erhvervelse af kapitalandele med bistand fra selskabet, skal ske på sædvanlige markedsvilkår også gælder ved tegning af kapitalandele som led i forhøjelse af den tegnede kapital. Reglen henviser til nytegning efter reglerne i SL § 162, der udelukkende regulerer retten til forholdsvis tegning for eksisterende aktionærer, men en sådan fortegningsret kan overgives til tredjemand, med mindre vedtægterne bestemmer at en sådan fortegningsret ikke kan overdrages, jf. SL § 162, stk. 1, 2. pkt. og reglen i § 209 andet punktum regulerer udelukkende tredjemand.

9 Selvfinansieringsforbuddet i dansk ret

Det følger af SSL § 206, stk. 1, at et selskab hverken direkte eller indirekte, må stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dets moderselskab.

Bestemmelsen lyder i sin helhed:

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

Hvorvidt en given en konkret disposition er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, må altid fastslås ud fra en konkret vurdering. (Bunch & Nielsen, 2008, s. 3) Ifølge Bunch og Nielsen, viser en gennemgang af Erhvervs- og selskabsstyrelsens (Erhvervsstyrelsen) administrative praksis og retspraksis, at der i dansk selskabsret, i høj grad anlægges en formålsfortolkning, når det skal fastslås, hvorvidt en konkret disposition har elementer af selvfinansiering (Bunch & Nielsen, 2008, s. 3)

9.1 Undtagelser

9.1.1 Penge- og realkreditinstitutter

Penge- og realkreditinstitutioner er, jf. § 213, ikke omfattet af forbuddet mod selvfinansiering i § 206 eller reglerne om kapitalejrlån i § 210, da udlån er en del af deres normale erhvervsudøvelse. Penge- og realkreditinstitutioner kan altså godt udlåne midler også hvis disse anvendes til opkøb af kapitalandele i det samme selskab der har foretaget udlånet. Opkøb af finansielle institutter vil ikke blive gennemgået nærmere, da det falder udenfor afhandlingens fokus.

9.1.2 Medarbejders erhvervelse af kapitalandele

Forbuddet mod selvfinansiering i § 206 og reglerne om kapitalejerlån i § 210, finder jf. § 214, ikke anvendelse på dispositioner foretaget med henblik på at erhverve kapitalandele af eller til medarbejderne i selskabet eller i et datterselskab.

Det er et krav, at det er en generel ordning og kan ikke kun være rettet mod selskabets ledelse eller andre nøglemedarbejdere, ligesom det kun gælder erhvervelse af kapitalandele i selskabet selv eller evt. datterselskaber. Moderselskaber er ikke omfattet af undtagelsen. Kun midler, der kan udloddes i henhold til SL § 180, stk. 2, kan benyttet til støtte.

I forbindelse med LBO'er, er det normalt at der er krav fra købers side om, at ledelsen investerer private midler i selskabet, for derigennem at sammenkæde ledelsen interesser med selskabets, men da støtten kun kan gives til medarbejder omfattet af en general ordning, og altså ikke aktieprogrammer rettet mod selskabets ledelse, f.eks. i forbindelse med f.eks. en MBO⁹ og kun med midler der kan udloddes som udbytte i henhold til § 180, stk. 2, er reglerne ikke relevante i forhold til nærværende afhandlings fokus og vil derfor ikke blive gennemgået yderligere.

9.2 Forbuddets genstand

9.2.1 Lån

Et kapitalselskab ikke må yde lån til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Lånet må ikke ydes hverken direkte eller indirekte. Det betyder at også et lån til den nuværende kapitalejer, der så efterfølgende sælger kapitalandelen på kredit, vil kunne være omfattet ud fra en omgåelsesbetragtning.

9.2.2 Sikkerhed

Et selskab må ikke stille sikkerhed for tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller dettes moderselskab, jf. § 206, stk. 1. Forbuddet omfatter både kaution, pant, garantier eller andre former for sikkerhedsstillelse, herunder tilbagetrædelse for anden gæld, støtteerklæringer (letters of comfort) og lignende. Sikkerhedsstillelse kan både ske direkte, hvor selskabet kautionerer eller på anden måde stiller sikkerhed over for en långiver for tredjemands erhvervelse af kapitalandele, men også indirekte, hvis tredjemand stiller sikkerhed over for kreditor i forbindelse med erhvervelsen, og tredjemand for sikkerhed i målselskabet. (s.13)

9.2.2.1 Tredjemand i god tro

Det følger af § 215. stk. 3, at sikkerhedsstillelse foretaget i strid med §§ 206 og 210 er bindende for selskabet overfor en aftaleerhverver i god tro. En aftaleerhververs faktiske viden om sikkerhedsstillelsens retsstridighed vil altid udelukke god tro, men også viden som det må antages at aftaleerhverver burde have haft, kan medføre at der statueres ond tro. Ved bedømmelse af hvorvidt aftaleerhverver var i god tro, må der tages udgangspunkt i hvad en aftaleerhverver af en given professionalitet burde forventes at vide (Kure, 2018, s. 157).

⁹ Management Buy-Out

9.2.3 Stille midler til rådighed

Stille midler til rådighed omfatter situationer, hvor selskabet yder økonomisk støtte til tredjemands erhvervelse af kapitalandele, men hvor der ikke er tale om hverken lån eller sikkerhedsstillelse. Andre sproglige versioner af det underliggende EU direktiv, benytter udtrykker ”yde forskud”. Serup antager *”[...] at formuleringen derfor skal fortolkes som et forbud mod, at selskabet yder forskud på endnu ikke optjent og forfaldent vederlag, som aktieerhververen (i sin egenskab af bestyrelsesmedlem, direktør eller medkontrahent) måske eller måske ikke kan have i vente på udbetalingstidspunktet.* (Serup, 1996, s. 77) ”

Det kan dog konstateres, at Erhvervsstyrelsen har fortolket udtrykket bredere end bare at yde forskud på endnu ikke forfaldent vederlag (Kure, 2018, s. 121).

9.3 Transaktioner omfattet af forbuddet

Forbuddet i SL § 206, stk. 1, omfatter erhvervelse af kapitalandele i selskabet. Undtaget herfor er derfor virksomhedsoverdragelse i form af substansoverdragelse, hvor aktiver, evt. alle aktiverne, overtages fra det sælgende selskab til køber. Et selskab vil derfor kunne sælge alle sine aktiver til tredjemand og i den forbindelse yde kredit, stille sikkerhed eller på anden vis stille midler til rådighed, uden at komme i konflikt med reglerne i § 206. Sådanne dispositioner kan i stedet være forbudt efter reglerne i SL § 127, stk. 1. ligesom der kan være tale om en overtrædelse af SL § 115, stk. 1, nr. 5. Dette vil navnlig kunne komme på tale, hvis der sker overdragelse af alle selskabets aktiver, således at kun passiverne i form af gæld og egenkapital er tilbage i selskabet.

Ved substansoverdragelse sker der normalt ikke overdragelse af gældsforpligtigelser, idet debitorskifte, som hovedregel kræver kreditors samtykke, med den primære relevante undtagelse ved virksomhedsoverdragelse, få så vidt angår gældsoverdragelse ved pant i fast ejendom, hvor der jf. tinglysningens § 39, stk. 1, indtræder debitorskifte når ejendommen skifter ejer (von Eyben et al., 2016, s. 33).

Erhvervelse af kapitalandele omfatter erhvervelse i enhver form, herunder ved tvangsindløsning af minoritetsaktionærer både efter SL § 70, stk. 1 og SL § 73 (Steffensen et al., 2014, s. 430), ligesom det ikke er tilladt for kapitalsekskabet at afholde tredjemands udgifter i forbindelse med overtagelsen. Erhvervsstyrelsen udtaler i den forbindelse i en konkret sag vedr. tvangsindløsning af minoritetsaktionærer (gengivet i (Steffensen et al., 2014, s. 430)) *”[...] Det er Erhvervs- og Selskabsstyrelsens vurdering, at hvis et selskab i forbindelse med erhvervelsen af kapitalandele i selskabet, afholder omkostninger, der udspringer af erhvervelsen, og som er selskabet uvedkommende, så vil der være tale om ulovlig selvfinansiering.”*

9.4 Identifikation af pligtsubjekt

Kun selskabet selv er omfattet af forbuddet mod at yde økonomisk støttet, jf. ordlyden *”Et kapitalsekskab må ikke [...]”*, men også den eller dem til hvem den økonomiske bistand er blevet ydet vil være indirekte påvirket af forbuddet, da økonomisk støtte ydet i modstrid med reglerne medfører andre retsvirkninger (Kure, 2018, s. 118), bland andet tilbagebetaling jf. SL § 215.

Det bemærkes, at forbuddet retter sig mod kapitalselskabet selv, og altså ikke ejerne af kapitalandelene. Der er derfor intet til hinder for, at en selskabskapital~~ej~~er yder økonomisk støtte til erhverver med egne midler, f.eks. i form af henstand med betalingen, earn-out eller på anden måde.

9.5 Territorial udstrækning

Det er omdiskuteret i litteraturen, hvorvidt selvfinansieringsforbuddet i den danske selskabslov også omfatter udenlandske selskabers økonomiske støtte til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet selv.

9.5.1 Dansk datter til udenlandsk moder

SL § 206, stk. 1 forbyder økonomisk støtte til erhvervelse i kapitalselskabet selv, eller dets moderselskab.

Et moderselskab er defineret i SL, § 5 nr. 21, som et kapitalselskab, som har en bestemmende indflydelse over et eller flere dattervirksomheder, jf. §§ 6 og 7. I betænkning 1498/2008 i kommentaren til lovforslagets § 2 nr. 11 (svarende til § 5, nr. 21), at ”denne lov regulerer alene danske selskaber, og udenlandske moderselskaber vilsåledes ikke være omfattet, uanset at de måtte have danske datterselskaber” (*Betænkning 1498*, 2008, s. 744) Videre i samme note hedder det, at ”. Definitionen af et moderselskab kan imidlertid blive relevant i enkelte tilfælde, eksempelvis hvis et dansk datterselskab ønsker at yde lån til sit udenlandske moderselskab eller til person, der er ansat heri. Dette er en videreførelse af gældende ret.”

En formålsfortolkning af forbuddet mod selvfinansiering, vil derimod lede til det resultat at forbuddet også rækker til et dansk datterselskabs støtte til erhvervelse af kapitalandele i et udenlandske moderselskabers. Forbuddet i art. 23 i 2. selskabsdirektiv, var begrundet i, at bistand med selskabets egne midler kunne bruges til at omgå andre bestemmelser, der havde til formål at sikre selskabskapitalen.

I bemærkningerne til § 206, fremgår det at

”Formålet med selvfinansieringsforbuddet er, at en virksomhed ikke skal deltage i finansieringen af sin egen overtagelse til ugunst for selskabets kreditorer og andre interessenter. (Betænkning 1498, 2008, s. 122)”

Og videre

*”Der er tale om en meget konkret vurdering, når det skal fastslås, hvorvidt en bestemt disposition er omfattet af forbuddet. Ved selvfinansiering er det meget vigtigt, at der i høj grad anlægges en **formålsfortolkning**, når det skal fastslås, hvorvidt der er selvfinansieringselementer i en konkret disposition. Bestemmelserne om selvfinansiering har hidtil været og skal også fremover fortolkes ud fra formålet, hvor der er ligges vægt på, om der rent faktisk er foretaget selvfinansiering. (ibid.)”*

Kure (Kure, 2018, s. 125) argumentere for, at danske datterselskabers udenlandske moderselskaber ikke er omfattet af loven, ud fra almindelige fortolkningsprincipper, om end forfatteren anerkender, at det er den generelle opfattelse i litteraturen et de er, ligesom det er den fortolkning der følges af Erhvervsstyrelsen.

Argumentet kan ikke tilsluttes. Hvorvidt et udenlandsk moderselskab er omfattet af den danske selskabslov er ikke relevant for bedømmelsen, idet det er datterselskabet, der er pligtssubjekt for bestemmelsen og et dansk kapitalselskab der er datterselskab til et udenlandskdatterselskab *er* omfattet. Det er det danske datterselskabs kapital der søges bevaret ved bestemmelsen. Det er derfor kun relevant om hvorvidt moderselskabet har en bestemmende indflydelse over datterselskabet *ikke* hvorvidt moderselskabet *selv* er omfattet af de danske regler. Bestemmelsen skal forhindre at et dansk kapitalselskab finansierer erhvervelsen af kapitalandele i et andet selskab

Kure henviser i sin argumentation til noterne til definitionen i § 5 nr. 21. En normal læsning kan dog ikke tages til indtægt for Kures udlægning. Det hedder i kommentaren til § 5 nr. 21 (§ 2 nr. 11)(*Betænkning 1498*, 2008, s. 744)

”I nr. 11) defineres begrebet moderselskab. Denne lov regulerer alene danske selskaber, og udenlandske moderselskaber vil således *som udgangspunkt* ikke være omfattede, uanset at de måtte have danske datterselskaber. Definitionen af et moderselskab *kan imidlertid bliver*¹⁰ *relevant i enkelte tilfælde*, eksempelvis hvis et dansk datterselskab ønsker at yde lån til sit udenlandske moderselskab eller til person, der er ansat heri. Dette er en videreførelse af gældende ret.”

Der kan derfor ikke læses ind i bestemmelsen, at kun moderselskaber underlagt dansk ret, er omfattet af forbuddet, hvilket også er i overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens praksis, ligesom den opfattelse deles af flere forfattere (Bunch & Whitt, 2018c, s. 914)

9.5.2 Udenlandsk datterselskabs støtte til erhvervelse af kapitalandele i dansk moder

Hvis et dansk selskab, der har udenlandske datterselskaber, er udsat for et opkøb, er spørgsmålet, om det udenlandske datterselskab kan yde økonomisk til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i det udenlandske datterselskabs moderselskab.

I en konkret sag, kommenteret i (Bunch & Nielsen, 2008, s. 11) udtaler den daværende Erhvervs- og Selskabsstyrelse, at et udenlandsk kapitalselskab, der har en tilsvarende retsform som danske anparts- eller aktieselskaber, og er beliggende indenfor EU/EØS område, efter Erhvervs- og Selskabsstyrelsens opfattelse, vil kunne være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Udtalelsen er særlig interessant, idet den vedrører forbuddet i den daværende anpartsselskabslovs § 49, stk. 2, da det EU-retslige selvfinansieringsforbud kun vedrører aktieselskaber. Erhvervs- og

¹⁰ Stavefejl bevaret.

Selskabsstyrelsen kan altså ikke støtte deres opfattelse på, at de påser overholdelsen af det EU-retslige forbud, som et aktieselskab beliggende i EU/EØS området også vil være omfattet af.

De udtaler i den sammenhæng, at et dansk moderselskab må bruge sin bestemmende indflydelse i de udenlandske datterselskaber, til at hindre, at disse stiller den beskrevne sikkerhed [yder økonomisk støtte]. Styrelsen udtaler yderligere, at det udenlandske datterselskab ikke kan stilles til ansvar efter den danske anpartsselskabslov, men at ledelsen i det danske moderselskab, vil kunne drages til ansvar, såfremt den ikke på behørig vis gennem udøvelse af selskabets bestemmende indflydelse, søger at hindre en sikkerhedsstillelse, som er i strid med APL § 49, stk. 2 (Bunch & Nielsen, 2008, s. 11).

9.6 Tidsmæssig udstrækning

9.6.1 Forbindelseskravet

For at være omfattet af selvfinansieringsforbuddet, er det alene et krav, at der er en forbindelse mellem et lån og erhvervelsen af kapitalandelene. Det er således ikke et krav at ydelsen af lånet var en del af den oprindelige finansieringsplan.

Ifølge Erhvervsstyrelsens administrative praksis, er efterfølgende selvfinansiering omfatter af forbuddet, uanset om det var en del af den oprindelige plan for overtagelsen eller ej (Kure, 2018, s. 123).

Erhvervsstyrelsen sammenfatter sin praksis som følger (Bunch & Whitt, 2018c, n. 1323):

- midlerne fra lånet må ikke direkte eller indirekte anvendes til at tilbagebetale den gæld, som [køber] optog ved erhvervelsen af aktierne i [målselskabet],
- udlånet må ikke have indgået i finansieringsplanerne for overtagelsen af aktierne i [målselskabet],
- det er på tidspunktet for udlånet forudsætningen, at [køber] har både evne og vilje til at tilbagebetale lånet.

Ifølge flere forfattere (Lund-Andersen, 2012) (Kure, 2018) hviler Erhvervsstyrelsens praksis dog på tvivlsomt hjemmel, hvis selvfinansieringen, ikke var en del af finansieringsplanen, før overtagelsen.

Lund-Andersen (2012) mener at det EU-retslige selvfinansieringsforbud ikke kan tillægges så vidtrækkende en udstrækning.

En lignende regel mod efterfølgende selvfinansiering findes dog i den Engelske Companies Act 2006 section 678 sub section 3:

Companies Act 2006, section 678 sub section 3

(3)Where—

(a)a person has acquired shares in a company, and

(b) a liability has been incurred (by that or another person) for the purpose of the acquisition,

it is not lawful for that company, or a company that is a subsidiary of that company, to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of reducing or discharging the liability if, at the time the assistance is given, the company in which the shares were acquired is a public company.

Reglen vedrører efterfølgende¹¹ selvfinansiering, dog i henholdt til engelsk ret, kun for limited companies, svarende til danske aktieselskaber.

Man kan dog men en vis ret hævde, at det må antages at køber ønsker at finansierer overtagelsen til den lavest mulig omkostning, og det må forventes, at kendskab til lovens muligheder for at efterfinansiere akkvisitionen vil være professionelle aktører bekendt, hvorfor det vil være vanskeligt at se, at efterfølgende selvfinansiering kan udelukkes som have værende en del af overtagelsesplanen.

9.6.2 Forudgående selvfinansiering

Forudgående økonomisk støtte til tredjemands erhvervelse i selskabet selv, er omfattet af forbuddet ud fra en normal forståelse af begrebet erhvervelse. Det følger så meget desto mere af formuleringen yde forskud i de fleste andre sproglige versioner af det underliggende direktiv. Et sådan forbud kan evt. også støttes på generalklausulen i § 108 og § 127, idet det ikke er i selskabets interesse at finansiere tredjemands overtagelse af kapitalandele. Køb af salg af kapitalandele på det sekundære marked er i princippet kapital selskabet selv irrelevant. Enhver forudgående økonomisk støtte til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet, eller dets moderselskab, hver enten der er tale om lån, sikkerhedsstillelse eller at stille midler til rådighed, vil derfor være omfattet af forbuddet, med forbehold af reglerne for lovlig selvfinansiering, jf. SL § 206, stk. 2

Målselskabet kan dog lette byrden for køber på andre måder, end gennem direkte økonomisk støtte, hvilket vil blive behandlet i de følgende afsnit.

9.6.2.1 Slankning af balancen

For at lette den finansielle byrde for køber, kan det være ønskeligt for selskabet at reducere prisen sælger skal betale, ved at slanke balancen, enten ved at frasælge dele af selskabet, som køber ikke er interesseret i at overtage, eller ved at udlodde en del af selskabets midler i form af ordinært eller ekstraordinært udbytte eller ved at nedsætte selskabskapitalen.

9.6.2.1.1 Frasalg

I forbindelse med overtagelsen af et selskab, kan de eksisterende ejere mindske finansieringsbehovet ved overtagelsen, ved at frasælge dele af selskabet, som køber eventuelt ikke ønsker at erhverve.

¹¹ I noterne til loven, bruges udtrykket "post-acquisition"

Hvis midlerne fra frasalg ikke direkte eller indirekte stilles til rådighed for køber, vil det ikke kunne anses for en overtrædelse af forbuddet. Hvis midlerne fra frasalget bliver i selskabet, vil det ikke medføre en reduktion af prisen køber skal betale, under forudsætning af, at frasalget er sket til markedsværdien.

Situationen, hvor midlerne i stedet udbetales til de eksisterende kapitalejer som ordinært eller ekstraordinært udbytte, behandles straks nedenfor.

9.6.2.1.2 Udbytte

Forudgående udlodning af udbytte til de eksisterende kapitalejere, kan lette finansieringsbyrden for køber, og kan derfor teoretisk anses for en overtrædelse af § 206 stk. 1 om at *"[indirekte] stille midler til rådighed"*.

I bemærkningerne til lovforslag 125 fremsat 14. januar 2004¹², var en af grundene til at indføre mulighed for ekstraordinært udbytte, netop at det kan være behov for, i forbindelse med omstrukturering eller frasalg, at kunne tilpasse de likvide midler i selskabet.

Samspillet mellem udbytte reglerne og selvfinansieringsforbuddet er behandlet i afsnit 9.7

9.6.2.1.3 Kapitalnedsættelse og tilbagekøb af egne kapitalandele

En forudgående nedsættelse af selskabskapitalen vil ikke være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Tilsvarende gælder for tilbagekøbsprogrammer af egne kapitalandele. I forbindelse med moderniseringen af selskabslovgivningen i Danmark, udtalte udvalget,

"På tilsvarende vis vil en kapitalnedsættelse, der opfylder selskabslovgivningens krav hertil, ikke være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Dette gælder ligeledes for tilbagekøbsprogrammer af egne kapitalandele.

Det er dog en betingelse ved samtlige disse transaktioner, der ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, at alle selskabsretlige formaliteter skal være tilendebragt, før der foretages udbetalinger. Der må således f.eks. ikke ydes forskud på en kapitalnedsættelse, som ikke er gennemført endnu (Betænkning 1498, 2008, s. 1022)."

Køber kan derfor nedsætte selskabets nominelle aktiekapital, forud for salget og udbetale beløbet til sælger forud for overdragelsen (Hansen & Lundgren, 2002, s. 39).

9.6.3 Efterfølgende selvfinansiering

Efter overtagelsen af kapitalandelene, kan køber have ønske om finansiere købet ved en udlodning af selskabets midler, enten i form af ordinært eller ekstraordinært udbytte eventuelt efter en kapitalnedsættelse. Derudover kan målselskabet stille midler til rådighed gennem koncernlån

¹² Lovforslag 125 fremsat den 14. januar 2004, note 2.2.1.3.

eller kapitalejerlån, gennem fusion, ved likvidation af målselskabet eller gennem gensidige bebyrdende aftaler.

9.6.3.1 Identifikation af akkvisitionsgæld

Reglerne om selvfinansiering har forrang for reglerne om koncernlån efter § 211¹³ og det er derfor nødvendigt af holde akkvisitionslån adskilt fra driftslån, hvilket kan være vanskeligt efter en årrække, især hvis gælden er blevet refinansieret flere gange. Det påhviler selskabets ledelse at sikre sig at det er muligt adskille akkvisitionsgæld fra anden gæld. Ifølge Kure (Kure, 2018, s. 152) må det derfor være afgørende, at der ikke ydes lån til moderselskabet for større beløb, end hvad der svarer til anden gæld.

Ved private equity vil moderselskabet normalt ikke have anden aktivitet end ejerskabet af kapitalandelene i målselskabet, det har derfor formodningen imod sig, at moderselskabslånet i private equity situationer, er ydet til andet formål end afvikling af akkvisitionslånet, måske på nær helt beskedne lån, til dækning af administrative udgifter. Det bestyrkes yderligere af, at moderselskabet ikke har anden indtægtskilde end udbytte fra målselskabet¹⁴, hvorfor ethvert lån må betragtes som et forskud på udbytte, i overensstemmelse med de fleste sproglige versioner af det bagvedliggende direktiv og derfor må anses som omfattet af forbudt (se afsnit 6.1) Det bestyrkes yderligere af, at målselskabet normalt kun ejers for en kort årrække, typisk 5-7 år, hvorfor en opblanding er forskellige lånearrangementer må anses for mindre sandsynlig.

9.6.3.2 Lån

Efterfølgende lån, vil være omfattet af reglerne i § 210, som kapitalejerlån eller § 211 som moderselskabslån. Selvfinansieringsforbuddet er dog *lex speciales*. Jf. § 210, stk. 3.

Stk. 3. Yder et kapitalselskab økonomisk bistand i form af selvfinansiering, skal betingelserne i §§ 206-209 være opfyldt.

Et kapitalselskab kan, uanset om betingelserne i § 210 ikke er opfyldt, direkte og indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed for moderselskabers forpligtigelser, jf. § 211, stk. 1. Bestemmelsen gælder både direkte og indirekte moderselskaber ligesom både danske og udenlandske moderselskaber, der er omfattet af § 211, stk. 2, kan modtage støtte. Støtte ydet i medfør af § 211, skal ske under iagttagelse af selskabslovens regler om forsvarlig formueforvaltning, ligesom det skal ske under hensyn til reglerne for minoritetsbeskyttelse.

Efter erhvervelsen af kapitalandelene, opstår der det spørgsmål om hvorvidt det er lovligt for selskabet at yde økonomisk støtte til kapitalejerne efter reglerne i § 210 (kapitalejer eller ledelse i selskabet) eller § 211 (moderselskab).

Et kapitalselskab kan yde økonomisk støtte til kapitalejerne eller ledelsen i selskabet, hvis betingelserne i § 210, stk. er opfyldt. Det følger deraf, at hvis de ikke er opfyldt, er det ikke tilladt.

¹³ Reglerne ville hurtigt blive illusoriske, hvis selskabet, så snart erhvervelsen var gennemført, ikke længere var bundet af reglerne.

¹⁴ I praksis kan moderselskabet også skille sig af med en del af kapitalandelene i målselskabet.

Selv hvis betingelserne i § 210, stk. 2 ikke er opfyldt, kan der ydes støtte til moderselskaber efter § 211, stk. 1. udgangspunktet er det lovligt for målselskabet, at yde støtte til et moderselskab efter § 211, kun begrænset af de almindelige regler om forsvarlig formueforvaltning. Det følger dog af erhvervsstyrelsens praksis at reglerne om selvfinansiering er *lex specialis* i forhold til reglerne om kapitalejerlån både efter § 210 og § 211. Det syntes også at måtte følge af formålet med selvfinansieringsforbuddet, idet reglerne ville være illusoriske, hvis det efter overtagelsen af målselskabet, var muligt for moderselskabet at finansiere opkøbet ved midler fra selskabet selv.

Uagtet selvfinansieringsforbuddets forrang til reglerne om kapitalejerlån og lån til moderselskaber, er det lovlig for målselskabet at udbetale udbytte til kapitalejerne også hvis dette benyttes til at afdrage på akkvisitionsgælden.

9.6.3.2.1 Kapitalejerlån

Efter overtagelsen af kapitalandelene, vil der ikke længere være tale om lån til tredjemand, men i stedet tale om kapitalejerlån efter reglerne i SL § 210. For at der lovligt kan ydes kapitalejerlån, er det en betingelse, jf. § 210 stk. 2, nr. 1, at lånet kan rummes inde for selskabets frie reserver jf. § 180, stk. 2. Beslutningen om at yde kapitalejerlån, skal enten træffes på generalforsamlingen eller af selskabets centrale ledelsesorgan efter bemyndigelse af generalforsamlingen, jf. § 210, stk. 2, nr. 2. Det er yderligere et krav, at beslutningen om at yde økonomisk bistand først kan træffes efter aflæggelse af selskabets første årsrapport, jf. § 210, stk. 2, nr. 3, hvilket hænger sammen med reglen i nr. 1 om, at kun selskabets frie reserver efter § 180, stk. 2 kan benyttes (*Karnovs kommenterede selskabslov*, 2020, n. 1141).

Det generelle forbud mod kapitalejerlån, der var gældende i Danmark, blev lempet med vedtagelsen af lov nr. 1547 af 13. december 2016, med virkning fra 1. januar 2017 (Bunch & Whitt, 2018c, s. 9). Indtil denne ændring af selskabsloven, var kapitalejerlån generelt forbudt, hvis ikke de blev ydet i forbindelse med lovlig selvfinansiering.

9.6.3.2.2 Moderselskabslån

Efter SL § 211, kan et kapitalselskab, uanset at betingelserne i § 210 ikke er opfyldt, yde lån til moderselskaber. Reglerne om moderselskabslån udgør dog ikke en undtagelse til reglerne om selvfinansiering (Thomsen & Kruhl, 2011, s. 61). Hvorvidt et ellers lovligt moderselskabslån er i strid med selvfinansieringsforbuddet, afhænger af den efterfølgende benyttelse af midlerne. Ifølge Erhvervsstyrelsens administrative praksis, er det alene den efterfølgende brug af midlerne der har betydning. Benyttes midlerne til servicering af akkvisitionsgælden, vil det være i strid med reglerne, uanset hvor længe der er gået siden erhvervelsen af kapitalandelene.

9.6.3.2.3 Refinansiering af målselskabets gæld

I forbindelse med overtagelsen er det normalt at målselskabets eksisterende gæld skal refinansieres. Ofte vil det foregå via samme bank eller syndikat som har ydet akkvisitionslånet.

Det er ikke umiddelbart en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, hvis målselskabet gæld refinansieres med faciliteter indeholdt i samme låneaftale som akkvisitionsfinansieringen (Kure,

2018, s. 144). Men det må sikres, at målselskabet hverken afdrager på, eller stiller sikkerhed for akkvisitionsgælden.

9.6.3.3 Målselskabets tilbagetræden fra akkvisitionsgæld

Hvis der mellem målselskabet og køberselskabet er et ellers lovligt aktionær- eller moderselskabslån, er det ikke lovligt for målselskabet, at indgå aftale med banken der har finansieret overtagelsen, om, at koncernlånet træder tilbage for akkvisitionsgælden (Kure, 2018, s. 149).

9.6.3.3.1 Cash pool ordninger

Cash pool-ordninger er som udgangspunkt omfattet af SL § 210, eller, hvis der er tale om et moderselskab, af § 211 (Bunch & Whitt, 2018c, n. 1338)

Hvis køberselskabet og målselskabet indgår i en cash pool ordning, og overtagelsen af kapitalandelene er lånefinansieret, er det nødvendigt at sørge for, at målselskabets indeståender i cash pool-ordningen, ikke anvendes af køberselskabet til at afdrage på akkvisitionsgælden (Kure, 2018, s. 152). Da det i praksis kan være vanskeligt at dokumentere, hvilke midler i ordningen, der stammer fra målselskabet, må det ifølge Kure, være tilstrækkeligt, at køberselskabet kan dokumentere, at de ville være i stand til at afdrage på akkvisitionsgælden, også hvis målselskabets midler ikke havde indgået i cash pool-ordningen (ibid.)

I forbindelse med en uegentlig cash pool-ordning, hvor banken foretager rentetilpasning mellem akkvisitionslånet og målselskabets konti, og målselskabet har store indeståender, vil der kunne være tale selvfinansiering (Kure, 2018, s. 153)

Ifølge Erhvervsstyrelsens praksis, skal der foretages en konkret vurdering med henblik at afgøre, om der er tale om en sædvanlige forretningsmæssig disposition (Bunch & Whitt, 2018c, n. 1351).

9.6.3.4 Sikkerhed

Ved overtagelse af majoriteten af kapitalandelene i et kapitalselskab, vil det ofte være ønskværdigt eller ligefrem påkrævet, hvis den eksisterende gæld er udstyret med en CoC klausul, at refinansiere den eksisterende gæld (Werlauff, 2001, s. 2). Det vil ofte medføre, at der skal stilles ny sikkerhed for lånearrangementet til den nye bank, eller, hvis der ikke sker bankskift, til den samme bank, men for et nyt lånearrangement. Hvis refinansiering af målselskabets gæld sker gennem samme bank, eller gruppe af banker, hvor køber har optaget akkvisitionslånet til finansiering af overtagelsen, er det vigtigt, at der sker adskillelse mellem den sikkerhedsstillelse der vedrører den del der vedrører koncernens hidtidige kreditfaciliteter, og den del der vedrører akkvisitionslånet. Målselskabet må gerne stille sikkerhed for den del af kreditfaciliteterne der vedrører de refinansierede tidligere kreditfaciliteter, også for moderselskabet, jf. SSL § 211, så længe det sker under hensyntagen til SSL §§ 108 og 127 (*Karnovs kommenterede selskabslov*, 2020, n. 1146) Werlauff (Werlauff, 2001, s. 3) anbefaler i den forbindelse, at der i de nye lånedokumenter tages forbehold for, at sikkerhedsstillelse ikke må ske i strid med selvfinansieringsforbuddet, ligesom det ifølge forfatteren må kræves, at der udfoldes aktive

bestræbelse på, at sondre mellem og beløbsfastsætte refinansierings- og nyfinansieringsdelen af det samlede arrangement.

9.6.3.5 Stille midler til rådighed

Udtrykket stille midler til rådighed, har givet anledning til en del debat i litteraturen (Kure, 2018, s. 121) (Ilum & Andersen, 2007, s. 2)

I præmisserne til U.2000.2003 H, fortolker Højesteret bestemmelsen om at stille midler til rådighed, som at forbyder "enhver finansiering af køb af [selskabets egne] aktier eller anparter" (Ilum & Andersen, 2007, s. 3).

I U.1997.444 H, der vedrører efterfølgende udbetaling af vederlag for konsulentbistand fra det solgte selskab til sælger, blev vederlaget for konsulentbistanden, anset som værende en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet, antageligvis ud fra en omgåelsesbetragtning, hvor det afgørende var, at hvorvidt den foretagne disposition havde til formål at lette købers finansieringsbyrde (Bunch & Whitt, 2018c, s. 20).

9.6.3.6 Udbytte

Reglerne om udbytte, er lex specialis i forhold til selvfinansieringsforbuddet, og selskabet kan derfor udbetale både ordinært eller ekstraordinært udbytte til kapitalejerne efter overtagelsen, hvis det kan ske under iagttagelse af de selskabsretlige krav, herunder at der skal være frie reserver, jf. SL § 180, stk. 2 og § 182, stk. 3

I U.2006.145 H udtalte Højesteret, i forbindelse med den tidligere Aktieselskabslov:

"Hverken aktieselskabslovens ordlyd eller forarbejder giver fornødent holdepunkt for at antage, at en sådan planlagt efterfinansiering med frie midler, der udloddes i overensstemmelse med aktieselskabslovens § 110, indebærer en overtrædelse af forbuddet mod selvfinansiering i lovens § 115, stk. 2."

9.6.3.6.1.1 Debt push-down

Efter overtagelsen, vil det være optimalt at flytte så stor del af gælden som overhovedet muligt ned i målselskabet, da kreditorerne ønsker at være så tæt på kapitalstrømmen som overhovedet muligt. Dertil kommer bedre mulighed for at stille sikkerhed. I Danmark er det særligt interessant pga. det veludbyggede realkreditmarked. Da investorerne (normalt) ikke har nogle faste ejendomme de kan optage realkreditlån i, kan der opnås endog meget store besparelser i kreditomkostningerne, hvis det er muligt at flytte gælden ned i målselskabet.

For at kunne udlodde udbytte efter overtagelsen, kræver det at der er frie reserver i målselskabet, jf. SL § 180, stk. 2 og § 182, stk. 3.

Efter SL § 179, stk. 2, er selskabets ledelsesorgan ansvarlig for, at uddeling af selskabets midler til kapitalejerne ikke overstiger hvad der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets, og i moderselskaber, koncernens, økonomiske stilling, og ikke sker til skade for selskabet eller dets kreditorer. jf. § 115, nr. 5 og § 116, nr. 5.

Beløbet der lovligt kan uddeles efter § 179, stk. 2, er ikke begrænset af hvorvidt selskabet har oparbejdet et overskud, kun at det skal være forsvarligt for selskabet at udbetale beløbet.

Det er derfor lovligt for målselskabet, at efter overtagelsen, at optage banklån, alene med det formål at udbetale ekstraordinært udbytte til kapitalejerne, så længe det kan ske efter reglerne om kapitalafgang i selskabslovens kapital 11. Derudover, skal reglerne om forsvarligt kapitalberedskab overholdes. Der kan derfor ikke optages lån der overstiger, hvad det må antages med rimelig sikkerhed, at målselskabet vil være i stand til at honorere.

Erhvervsstyrelsen udtaler (*Betænkning 1498*, 2008, s. 513) (Bunch & Nielsen, 2008, s. 4)

- 1) målselskabet eller dets dattervirksomheder må ikke yde lån, hvor midlerne direkte eller indirekte anvendes til at finansiere købers erhvervelse af aktier [kapitalandele] i målselskabet,
- 2) målselskabet må ikke direkte eller indirekte hæfte for købers forpligtigelser over for banken eller andre, som yder lån i forbindelse med overtagelsen af målselskabet,
- 3) banken eller andre, som finansierer overtagelsen, kan ikke få sikkerhed for lån til køber i aktiver tilhørende målselskabet eller dets dattervirksomheder,
- 4) målselskabet må ikke garantere fremtidige udbyttebetalinger.

Og yderligere,

- 1) Målselskabets handlefrihed må ikke begrænses i et for selskabet skadeligt omfang,
- 2) ved udbyttebetaling fra målselskabet til køber, skal aktieselskabslovens [selskabslovens] almindelige bestemmelser overholdes. Herunder skal særligt påses, at udbyttet ikke overstiger, hvad der er forsvarligt for målselskabet, jf. aktieselskabslovens § 110, stk. 2 og § 112 [SL § 180]. Bestyrelsen i målselskabet har således et selvstændigt erstatnings/strafferetligt ansvar for, at uddelingen af udbytte ikke overstiger, hvad der er forsvarligt,
- 3) udbyttebetalingen må ikke skaffe køber en utilbørlig fordel på andre aktionærers bekostning, jf. aktieselskabslovens § 80 [SL § 108],
- 4) bestyrelsen i målselskabet skal påse, at kapitalberedskabet i selskabet til enhver tid er forsvarligt, jf. aktieselskabslovens § 54, stk. 3 [SL § 115 eller § 116]

I praksis arrangeres det ofte sådan, at køber optager et lån i en bank (eller evt. gruppe af banker), til finansiering af overtagelsen af kapitalandelene i målselskabet, hvorefter køber, efter overtagelsen, benytter sin bestemmende indflydelse i målselskabet til at foretage ekstraordinært udbytte. Til finansiering af det ekstraordinære udbytte, optager målselskabet et lån i sammen bank som udstedte det oprindelige lån til køber, til finansiering af den ekstraordinære udbyttebetaling, hvorefter køber bruger udbyttebetalingen til at tilbagebetale akkvisitionslånet, mens målselskabet nu har et driftslån (Kure, 2018, s. 142).

For banken har det den fordel, at det er nærmere kapitalstrømmen, ligesom lånet kan sikres i målselskabets aktiver, fremfor kun at være sikret i kapitalandele i det til lejligheden oprettede

holdingselskab. Derudover opnår långiver, at ikke længere være strukturelt efterstillet de andre kreditorer i målselskabet. Ved nogle lånearrangementer vil der være indført en forpligtigelse for køber til at foretage debt push down, i det omfang det er muligt (Kure, 2018, s. 143).

For køber har det den fordel, at de ikke længere behøver at bekymre sig om, hvorvidt de har midler til rådighed til at servicere gælden, da køber ellers ville være afhængig af, at målselskabet generere et overskud, der kan udloddes til ejerne.

I forbindelse med Nordic Telephone Company's opkøb af TDC, blev der udbetalt ekstraordinært udbytte på alt DKK 44,343 milliarder, der blev finansieret primært gennem et debt-swap hvor lån for ca. DKK 58 milliarder (EUR 7,8 milliarder) blev skubbet ned i TDC¹⁵.

Konsekvensen for de eksisterende ejere af TDCs erhvervsobligationer, var en stor reduktion i kreditvurderingen hos Standard & Poor's og Moody's Investor Service, fra investment grade til junk bond status, hvilket medførte at kursen på obligationerne faldt, med tab til følge for de obligationsejere, der ønskede at skille sig af med dem, for forfaldsdatoen.

Isoleret set vil et lån til finansiering af udbytteudlodning ikke være i selskabets interesse, idet det ikke har noget gavn af lånet, der helt er udbetalt til kapitalejerne, mens dets regnskab stadig belastes med renteudgiften. Set for koncernens synspunkt, er det dog fordelagtigt i det det må antages at målselskabet kan opnå mindst samme, og normalt væsentligt bedre, vilkår en holdingselskab. Da de er sambeskattet, vil den samlede renteudgift derfor være mindre.

9.6.3.6.1.1 Maskeret udbytte

Hvis målselskabet afholder udgifter, der er selskabet uvedkommende, efter overtagelsen af kapitalandelene, vil det, udover at være omfattet af reglerne om selvfinansiering, også kunne blive betragtet som maskeret udbytte. Det sammen gør sig gældende, hvis der er enkeltstående transaktioner mellem en kapitalejer og selskabet, der afviger fra hvad to uafhængige parter ville have aftalt.

Konsekvensen er, at selskabets indkomst vil skulle korrigeres for den del der må betragtes som udbytte, efter statsskattelovens §§ 4 og 5, sammenholdt med § 6, ligesom kapitalejeren vil skulle svare skat af værdien, som aktieindkomst.

9.6.3.7 Kapitalnedsættelse

En efterfølgende nedsættelse af selskabskapitalen er omfattet af samme regler som en forudgående nedsættelse af selskabskapitalen, hvorfor der henvises til gennemgangen i afsnit 9.6.2.1.3 om forudgående kapitalnedsættelse og afsnit 8.3 om kapitalnedsættelse generelt.

¹⁵ TDC Årsrapport 2006. Findes på følgende web-adresse <https://tdcgroup.com/en/investor-relations/announcement-list/2007/2/tdc-annual-report-2006-13365573>

9.6.3.8 Fusion

To eller flere selskaber kan fusionere efter reglerne i selskabslovens kapitel 15. SL § 236 indeholder reglerne for

En uegentlig fusion opstår i den situation, hvor et eller flere selskaber opløses uden likvidation ved at overdrage selskabets aktiver og forpligtigelser til et allerede eksisterende selskab (*Karnovs kommenterede selskabslov*, 2020, n. 1230)

En egentlig fusion består i, at de eksisterende selskaber overdrager deres aktiver og forpligtigelser til et nyt selskab, der opstår som led i fusionen (*Karnovs kommenterede selskabslov*, 2020, n. 1231). (note 1231)

I forhold til selvfinansieringsforbuddet opstår der det problem, såfremt der er optaget lån for at finansiere overtagelsen af kapitalandelen, at det overtagne selskabs aktiver reelt anvendes til at finansiere erhvervelsen, da der ved fusion indtræder universalsuccession. Fusion kan ske uden tilladelse fra selskabernes kreditorer, dog skal der jf. SL § 242, stk. 2, jf. § 241, udarbejdes en erklæring, hvori vurderingsmændene redegør for, hvorvidt kreditorerne i det enkelte kapitalselskab, er tilstrækkeligt sikret efter fusionen. Reglen om udarbejdelse af erklæring om kreditorernes stilling, kan dog fraviges, jf. § 242, stk. 2. I stedet kan kreditorerne anmelde sig og kræve indfrielse eller sikkerhedsstillelse, jf. § 243 (Erhvervsstyrelsen, 2019, s. 5).

*” Reglerne om selvfinansiering har således alene til formål at hindre, at der gennem en fusion eller tilsvarende kan trækkes yderligere midler ud af selskabet, i forhold til hvis dispositionen ikke var foretaget. [...]”*¹⁶

Det følger af Erhvervsstyrelsens praksis, at dispositioner foretaget efter en overtagelse, der alene har til formål at overføre den gæld der er optaget til brug for overtagelsen, til målselskabet, vil være omfattet af selvfinansieringsreglerne. Det medfører, at en fusion kun kan gennemføres, hvis reglerne om lovlig selvfinansiering iagttages. (Bunch & Whitt, 2018c, Kapitel 13, s. 48) (Bunch & Nielsen, 2008, s. 7). Et forhold Erhvervsstyrelsen lægger vægt på er, hvorvidt en fusion er nødvendig for at servicere akquisitionsgælden. Er den det, er der formodning for at den er ulovlig (Thomsen & Kruhl, 2011, s. 62).

Det er erhvervsstyrelsens opfattelse, at det opkøbte selskab alene påføres en gæld uden at der tilføres nogle aktiver, hvilket altid vil medføre en forringelse af det overtagne selskabs finansielle stilling¹⁷.

Det må dog også være således, at et forbud mod fusion mellem køber og målselskabet, ikke i al evighed kan være forbudt. Klart er det, at hvis al gæld i forbindelse med akquisitionen er afviklet, vil et forbud mod fusion efter reglerne om selvfinansiering ikke længere gælde. Men

¹⁶ Udtalelse fra Erhvervsstyrelsen af 16. september 2013, gengivet i (Bunch & Whitt, 2018c)

¹⁷ Tilsvarende regler kendes fra USA, hvor garantier og fusioner kan blive invalideret (erklæret ugyldige), hvis 1) målselskabet ikke modtog tilsvarende værdi og 2) målselskabet blev insolvent som følge af dispositionen (Bagley, 2017, s. 758)

akkvisitionsgælden kan være blevet refinansieret flere gange, og blevet opblandet med selskabets andre gældsforpligtigelser, således at det ikke længere fremstår klart, i hvilket omfang der tilbagestår dele af akkvisitionsfinansieringen.

I den sammenhæng udtaler erhvervsstyrelsen, at

”[...] den tidsmæssige faktor ikke er afgørende, idet det afgørende for, hvorvidt der er tale om selvfinansiering eller ej, er, hvad hensigterne har været med transaktionerne. Det er dog samtidig klart, at den tidsmæssige faktor i praksis vil kunne bestyrke eller mindske en formodning omkring intentionerne (Bunch & Whitt, 2018c, s. 50)”

9.6.3.9 Spaltning

Tilsvarende reglerne om fusion, vil en spaltning af målselskabet, der alene har til formål, at gøre hidtil bundne reserver frie, ligeledes være omfattet af selvfinansieringsforbuddet (Bunch & Nielsen, 2008, s. 8) (*Betænkning 1498*, 2008, s. 515).

En spaltning eller frasalg af aktiviteter i øvrigt, der er forretningsmæssigt begrundet, vil derimod ikke være omfattet af reglerne.

9.7 Samspil mellem reglerne

Udbetaling af udbytte efter overtagelsen er ikke omfattet af forbuddet mod selvfinansiering, hvilket skyldtes at reglerne om udbyttebetaling er lex specialis i forhold til reglerne om selvfinansiering. Det gælder uanset om der er tale om ordinært udbytte efter §§ 180 og 181 eller ekstraordinært udbytte efter reglerne i §§ 182 og 183. Beløb der kan benyttes til udbyttebetalinger, er de beløb kreditorerne må tåle forlader selskabet, med mindre de eksplicit har taget forbehold derfor i låneaftalen. Det vil derfor ikke give nogen mening, såfremt en sådan disposition var ulovlig. Det ville også have den aparte konsekvens at en kapitalejer der har finansieret købet med lånte midler, aldrig kunne bruge beløb udbetalt fra selskabet til at tilbagebetale lånet. Denne ville være nødsaget til at tilbagebetale beløbet med midler erhvervet anden steds fra, eller at afhænde kapitalandelen igen, for derigennem at skaffe likviditet til lånets afvikling I betænkning 1498/2008 bemærker udvalget:

”F.eks vil udbetaling af udbytte til nye kapitalejere efter en overtagelse er som udgangspunkt ikke være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Dette gælder uanset, om der er tale om udbetaling af ordinært udbytte på baggrund af selskabets årsrapport eller ekstraordinært udbytte. Her har de særlige regler om udbytte – lovlig kapitalafgang – forrang for bestemmelserne om selvfinansiering¹⁸. (Betænkning 1498, 2008, s. 1022)”

Reglerne om selvfinansiering har forrang for reglerne om aktionærlån. DVS at et selskab kan yde økonomisk bistand til erhvervelse af kapitalandele også til ledelsesmedlemmer eller eksisterende kapitalejer, hvis det kan ske efter reglerne om lovlig selvfinansiering.

¹⁸ Fejlformulering bevaret.

9.8 Konsekvens af ulovligselvfinansiering

Konsekvensen af at et kapitalselskab har ydet bistand i modstrid med SL § 206, er at beløbet skal tilbageføres til selskabet sammen med en årlig rente, svarende til den rente der er fastsat i § 5, stk. 1 og 2, i lov om renter ved forsinket betaling m.v., med et tillæg af 2 pct., medmindre højere rente er aftalt, jf. SL § 215, stk. 2.

Reglerne om selvfinansiering er forpligtende både for det selskab der yder bistand, såvel som dem der modtager bistanden. Derimod er sikkerhedsstillelse i modstrid med reglerne i SL § 206 (og 210) bindende i forhold til en aftalepart i god tro, jf. § 215, stk. 3.

10 Lovlig selvfinansiering

Med vedtagelsen af DIR 2006/68/EF blev der lempet på det totale forbud mod selvfinansiering i DIR 77/91/EØF, ved, under visse betingelser, at tillade at et selskab yder økonomisk støtte til erhvervelse af kapitalandele i selskabet selv.

Undtagelsen til forbuddet mod selvfinansiering blev inkorporeret i dansk ret med vedtagelsen af den nye selskabslov, lov nr. 470 af 12/06/2009, der giver mulighed for at et kapitalselskab, under visse betingelser, kan yde bistand til tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet selv. Reglerne om lovlig selvfinansiering trådte dog først i kraft pr. 1. marts 2011, jf. BEK nr. 135 af 22/02/2011, § 1, stk. 1.

I den forbindelse, blev forbuddet mod selvfinansiering fraveget, med indførelsen af SL § 206, stk. 2 sammenholdt med § 206, stk. 3 og §§ 207-209 der indeholder reglerne for lovlig selvfinansiering.

Selskabslovens § 206, stk. 2,

”Hvis betingelserne i stk. 3 og §§ 207-209 om generalforsamlingens godkendelse, krav til beslutningens forsvarelighed, det centrale ledelsesorgans redegørelse og sædvanlige markedsvilkår er opfyldt, kan et kapitalselskab dog direkte eller indirekte stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed i forbindelse med tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab.”

Betingelserne for lovlig selvfinansiering er, at der foretages en kreditvurdering af den kreds der modtager selskabets økonomiske bistand, jf. § 206, stk. 3 og at der foreligger godkendelse fra selskabets generalforsamling, jf. SSL § 207. I den forbindelse, skal det centrale ledelsesorgan skriftligt redegøre for

- 1) baggrunden for forslaget om økonomisk bistand,*
- 2) selskabets interesse i at gennemføre en sådan disposition,*
- 3) de betingelser, der er knyttet til gennemførelse,*

4) en vurdering af de konsekvenser, som dispositionen måtte medføre for selskabets likviditet og solvens, samt

5) den pris, som tredjemand skal betale for kapitalandelene.

Det sidste punkt vil i praksis kunne give nogle udfordringer, såfremt at selskabet yder bistand til tredjemands opkøb af kapitalandele på det sekundære marked, i hvert fald hvis det sker ved åben handel og ikke f.eks. under reglerne i bekendtgørelse om overtagelsestilbud¹⁹, efter hvilke regler alle aktionærer i samme aktieklasse skal tilbydes samme vilkår. Man kan dog diskutere, om hvorvidt det forhold at selskabets støtte til tredjemands opkøb af kapitalandele skal godkendes på generalforsamlingen, ikke umuliggør fri handel af kapitalandele, da i sagens natur det vil være alle nuværende kapitalandelsejere bekendt.

Derudover kræves det, jf. § 207, stk. 2, at støtten til tredjemands overtagelse af kapitalandele, godkendes efter reglerne om vedtægtsændring i SL § 106, hvorefter mindst 2/3 af de stemmer der er afgivet såvel som 2/3 af den selskabskapital, der er repræsenteret på generalforsamlingen.

Derudover, er det et krav, jf. SL § 207, stk. 3, at redegørelsen efter § 207, stk. 1 offentliggøres i erhvervsstyrelsens it-system, eller fremsendes til offentliggørelse af Erhvervsstyrelsen, jf. SL § 9, senest 2 uger efter generalforsamlingens godkendelse.

For et aktieselskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, skal der tillige oplyses i tilbudsdokument, hvis tilbudsgiver ønsker at målselskabet skal yde økonomisk bestand umiddelbart efter overtagelsen, jf. SL § 184, stk. 1 og stk. 2.

Det er yderligere et krav, jf. SL § 208, at selskabets økonomiske støtte til tredjemands erhvervelse af kapitalandele ikke overstige hvad der er forsvarligt under hensyn til selskabets, og for moderselskaber koncernens, økonomiske stilling. Dertil kommer, at kun beløb, der kan udloddes som udbytte efter § 180, stk. 2, kan anvendes til lovlig selvfinansiering.

Kravet om forsvarlighed, svare til de almindelige regler om forsvarligt kapitalberedskab, som gennemgået under 7.3

Yderligere gælder der, at selskabet, der yder økonomisk støtte, efter selskabslovens § 206, stk. 2, jf. årsregnskabslovens § 35 a, stk. 1, 1. pkt., skal omklassificere et beløb svarende til den økonomiske støtte, fra poster under egenkapitalen der kan anvendes som udbytte, til posten ”reserver for udlån og sikkerhedsstillelse” (Bunch & Whitt, 2018c, s. 117 note 1326).

Dertil kommer at den økonomiske støtte, jf. SL § 209, skal ske til sædvanlige markedsvilkår. I den forbindelse, er det vigtigt af renten for den økonomiske bistand, fastsættes individuelt, hvis der er flere modtagere af den økonomiske støtte. I forbindelse med en LBO vil det ikke normalt være relevant, idet der søges at overtage hele selskabskapitalen. Dog vil der i princippet skulle foretages

¹⁹ LBK 1171 af 31/10/2017

individuel kreditvurdering af hvert selskab, hvis der i forbindelse med overtagelse er oprettet flere selskaber, der hver hæfter for en del af gælden.

10.1 Efterfølgende lovlig selvfinansiering

Det er et krav for at kunne yde støtte efter reglerne om lovlig selvfinansiering, at støtten ydes i umiddelbar tilknytning til erhvervelsen. Efterfølgende dispositioner, som selskabet yder, med det henblik på at afdrage på akkvisitionslånet, vil ikke kunne være omfattet af reglerne, men vil i stedet skulle vurderes efter reglerne om kapitalejerlån (Bunch & Whitt, 2018a, s. 118). Dog har Erhvervsstyrelsen tilkendegivet, at lån der ydes umiddelbart efter overtagelsen, kan være omfattet af reglerne om lovlig selvfinansiering, hvis det var forudsat inden overtagelsen at lånet skulle ydes i den forbindelse (Steffensen et al., 2014, s. 420).

10.2 Lovlig selvfinansierings relevans ved LBO'er

Ved lovlig selvfinansiering, efter reglerne i § 206, stk. 2. og §§ 207-209, kan der kun udbetales midler der ellers kunne være udbetalt som udbytte. Det kan derfor syntes irrelevant hvorvidt beløbet udlånes til kapitalejerne eller om det udbetales som udbytte. Dertil kommer, at der ved udlån skal betales renter til målselskabet svarende til markedsrenten for tilsvarende lån ydet mellem uafhængige parter.

Lovlig selvfinansierings relevans i forbindelse med en LBO må derfor siges at være meget begrænset, se tillige f.eks. (Kure, 2011, s. 302). Dog kan der være situationer hvor det kan være ønskværdigt.

- 1) I situationen, hvor man kun har erhvervet en del af kapitalandelene, men ønsker at overtage resten/flere. Ved udbetaling af udbytte, er det et krav, at udlodning sker ligeligt til alle kapitalejere i samme aktieklasse. Ved at i stedet udlåne det beløb, der kunne være udbetalt som udbytte, til de kapitalejere der ønsker at øge deres ejerandel, kan man i stedet koncentrere det på disse, der efterfølgende kan benytte beløbet til at erhverve flere kapitalandele i selskabet, idet der ikke ved udlån er krav om, at det kommer alle kapitalejerne til gode, så længe der er sket under iagttagelse af reglerne i § 207.
- 2) I nogle situationer, kan det være ønskværdigt, at i stedet for at udlatte udbytte til kapitalejerne, i stedet at foretage et udlån, idet midlerne på den måde ikke endegyldigt har forladt selskabet (Kure, 2011, s. 302), for på den måde at sikre målselskabets kreditværdighed. Ved LBO'er må det dog anses for en uønskværdig situation, idet der normalt stræbes efter en hurtig afvikling af akkvisitionsgælden, hvilket ikke hjælpes på vej af yderligere optagelse af gæld også selvom målselskabet giver henstand med betalingen til efter akkvisitionsgælden er afviklet.

11 Delkonklusion

Selskabslovens § 206, stk. 1 har ikke forrang for de øvrige specialbestemmelser i selskabsloven, således gælder det, at der ikke er noget til hinder for, at selskabet udbetaler udbytte, hvad enten der er tale om ordinært eller ekstraordinært udbytte, til de nye kapitalejere umiddelbart efter

overtagelsen, eller at selskabet nedsætter selskabskapitalen, så længe det sker under iagttagelse af reglerne for lovlig kapitalafgang i selskabslovens kapitel 11. Argumentet er, at reglerne for kapitalafgang sikre tilstrækkelig beskyttelse af selskabets kreditorer og eventuelle minoritetsaktionærer.

Reglerne syntes at kunne opsummeres som, at hvis midlerne lovligt kan endeligt forlade selskabet, vil den efterfølgende brug af midlerne ikke være begrænset af det generelle forbud mod selvfinansiering. Det må også være intuitivt rigtigt, idet en begrænsning af den efterfølgende brug af de udbetalte midler, må være det udbetalende selskab uvedkommende, når midlerne endeligt har forladt selskabet. En udstrækning af selvfinansieringsforbuddet til også at gælde disse midler, ville reelt være en udstrækning af selvfinansieringsforbuddet til også at gælde tredjemand, herunder fysiske personer og vil i praksis ikke være muligt, hvis selskabets kapital er spredt over en stor kreds af ejere, om hvis finansiering af deres beholdning af kapitalandele, selskabet ikke nødvendigvis har nogen indsigt i.

Det vurderes, at efterfinansiering, særligt i form af debt push-down, stadig er den bedste mulighed for at reducere akkvisitionsgælden, da det er en simpel og afprøvet model. Dertil kommer at de midler der kan anvendes til lovlig selvfinansiering, nemlig de frie midler i selskabet, ikke har nogen betydning for akkvisitionsgælden, da de vil blive tillagt selskabets pris til kurs pari. Lovlig selvfinansiering er derfor mere aktuelt ved generationsskifte i mindre virksomheder (Kure, 2011, s. 302), eller for sikkerhedsstillelse fra selskaber med meget store frie reserver, hvor det foretrækkes, at disse ikke endeligt forlader selskabet (ibid.). Dertil kommer, at kravet om offentliggørelse af købsprisen, der er et krav ved lovlig selvfinansiering, kan være uspiselig for nogle investorer.

Det vurderes at selvfinansieringsforbuddet stadig stiller væsentlige hindringer i vejen for efterfølgende fusion mellem køberselskabet og målselskabet. I forbindelse med en LBO, hvor køberselskabet normalt ikke har nogen anden aktivitet end ejerskabet af målselskabet, syntes en begrænsning i muligheden for en efterfølgende fusion at være velbegrundet, idet der reelt ville være tale om, at målselskabet overtog gældsforpligtigelsen, uden at modtage noget til gengæld.

Økonomisk del

12 Kapitalstruktur

12.1 Indledning

I deres banebrydende artikel fra 1958, beviste Franco Modigliani og Merton Miller (herefter M&M), at kapitalstrukturen, under visse forudsætninger, er irrelevant (Modigliano & Miller, 1958). Forudsætningerne kan summeres som et krav om perfekte kapitalmarkeder, ligesom det forudsættes, at der ikke er nogen skatter og ingen omkostninger for långiver ved konkurs (ingen konkursomkostninger).

Derimod er det ikke noget krav at der ikke er nogen konkursrisiko, kun at den alene bæres af kapitalejerne, der tager højde for konkursrisikoen i deres afkastkrav. I deres model, antages det, at kapitalstruktur og dividendepolitik, ikke påvirker cash-flowet eller investorernes vurdering af selskabet (Milgrom & Roberts, 1992, s. 448)

De implicitte og eksplicitte antagelse gennemgås kort nedenfor.

12.2 Generelle antagelser

Firmaet ses som et simpelt flow af finansielle strømme fra investeringen (Milgrom & Roberts, 1992, s. 448).

Hvorledes firmaet finansierer sig, har ikke nogen betydning for den driftsmæssige performance.

I de følgende afsnit, ses bort fra eventuelle strategiske overvejelser, da kan være bevæggrund for en virksomhedsoverdragelse, f.eks. vertikal integration i værdikæden for at sikre forsyning af nødvendige råvarer. Ved vurderingen af en hvilken som helst investering, skal der altid tages hensyn til de inkrementalistiske cash flows, dvs. også investeringens betydning for allerede foretagne investeringer eller investeringer, der bliver mulige at foretage, som en konsekvens at den investering der evalueres. Dermed skal enhver investering vurderes i et samlet hele. I nærværende afhandling, vil investeringen blive vurderet som et isoleret projekt uden crowding out- og/eller synergieffekter og uden eventuelle path-dependencies.

12.2.1 Rationelle agenter

Der antages rationelle og profitmaksimerende agenter.

12.2.2 Risikoaverse agenter

En central antagelse i investeringsteori er, at agenterne (investorer, långiver) er risikoaverse og derfor kræver en præmie for at påtage sig en risiko. Hvis agenterne var risikoneutrale, ville de være indifferente mellem to investeringer med samme forventede afkast, men hvor der er forskel i afkastets varians.

12.2.3 Komplette kontrakter

Kontrakter kan verificeres og opretholdes ved domstolene (altså ikke noget i opgaven om risiko for at kontrakter kan løbes fra)

12.2.4 Ingen transaktionsomkostninger

Det antages, at der ikke er nogen transaktionsomkostninger, dvs. ingen søgeomkostninger og ingen omkostninger til koncipering og verificering af kontrakter.

12.2.5 Perfekte kapitalmarkeder

Perfekte markeder betyder at en investor kan købe og sælge så meget af et aktiv som ønsket, uden det påvirker kursdannelsen på aktivet og uden væsentlige transaktionsomkostninger (Milgrom & Roberts, 1992, s. 461), og at alle parter uanset om de køber eller sælger, handler på samme vilkår (Milgrom & Roberts, 1992, s. 450, foot note 2). Derudover er det en betingelse af markederne er likvide.

12.2.6 Ind- og udlån til risikofri rente

Modellen er baseret på en antagelse om, at ind- og udlån sker til den risikofrie rente. Hvis der er risiko på udlån, kan det ikke ske til den risikofrie rente, da fremmedkapitalen bærer en del den forretningsmæssige risiko, og derfor skal have del i risikotillægget.

Sammenhængen kan ses af følgende ligning.

Sammenhæng mellem β_e og β_d

$$\beta_a = \beta_e \frac{E}{V} + \beta_d \frac{D}{V} \quad \text{Ligning 12.2.6.1}$$

Hvor β_a β_e β_d er risikoen på henholdsvis aktivet, egenkapitalen og gælden.

Hvis antagelsen om, at investeringen er uafhængig af kapitalstrukturen holder, må det nødvendigvis være således, at hvis $\beta_d > 0$ må β_e falde for at risiko på investeringen er upåvirket (Brealey et al., 2011, s. 428).

12.2.7 Investorer og selskaber kan låne på samme vilkår

Ud over at ind-og udlån foregår til den risikofrie rente, er det yderligere en forudsætning, at private og virksomheder kan på samme vilkår.

12.2.8 The Fisher Separation Theorem

The Fisher Separation Theorem siger, at hvis der er perfekte kapitalmarkedet, vil investorernes personlige præferencer i forhold til den tidsmæssige forbrugsmuligheder være ligegyldige, da de kan låne alt det de vil, til den risikofrie rente, hvilket medfører at der ikke er nogen offeromkostninger (Milgrom & Roberts, 1992, s. 450).

12.2.9 Home leverage

En konsekvens af, at investorerne og selskabet kan låne til samme rente er, at det er muligt for investorerne at geare deres investering på egen hånd, således at de kan opnå samme afkast for en given risiko ved at optage lån, eller eventuelt at låne en del af deres likvider ud, til den risikofrie rente. På den måde kan de rekonstruere en given gearing af virksomheden på egen hånd.

12.2.9.1 Kritik af forudsætning "investere og selskab kan låne til samme vilkår"

En kritik man kan fremkomme med er, at selskaber har flere aktiver i form af fast ejendom og driftsmidler som de kan stille som sikkerhed for lån og dermed opnå bedre vilkår end private investorer.

Desuden har kapitalselskaber begrænset hæftelse, hvilket gør gearing mindre risikabel, hvorimod private i udgangspunktet hæfter personligt og ubegrænset med hele deres formue.

12.2.10 Ingen arbitrage

Ingen arbitrage antagelsen betyder at alle arbitrage muligheder *er* udnyttet og at der derfor ikke er mulighed for yderligere arbitrage.

Det er en forudsætning for at et marked er i ligevægt, at der ikke er mulighed for arbitrage, dvs. ingen handler baseret på prisforskelle mellem forskellige finansielle instrumenter, med et sikkert overskud, er mulige.

Ingen arbitrage antagelsen må ikke forveksles med antagelsen om, at arbitrage ikke er muligt f.eks. pga. prohibitive transaktionsomkostninger, lovregulering el.lign.. Tværtimod er det en forudsætning, at de finansielle markeder er stærk-form effektive²⁰, således at enhver arbitrage mulighed udnyttes øjeblikligt.

12.2.11 Fuld og symmetrisk information

Det antages, at alle aktører har fuld og symmetrisk information. Hvis informationen er asymmetrisk, vil outsidersne være afhængige af forskellige former for signalering, for at estimere værdien af både gæld og egenkapital, f.eks. gennem selskabets dividendepolitik eller valg af kapitalstruktur. (Milgrom & Roberts, 1992, s. 156).

12.2.12 Ingen agentomkostninger

Det antages at der ikke forekommer agentomkostninger. I principal-agent (PA) teori, antages det, at principalen og agenten har forskellige interesser og at disse fører til potentielt sub-optimal adfærd fra agentens side, set for principalens synspunkt. Agentomkostninger er en logisk udvidelse af ideen om rationelle profitmaksimerende aktører, idet det er en antagelse, at de er egen-optimerende.

Hvis ledelsen af selskabet ikke ejer 100% af den residuale indkomst, er der risiko for, at de vil udvise inoptimal adfærd, set fra principalens synspunkt (Jensen & Meckling, 1976, s. 312)

Agency problemet medfører omkostninger til monitorering og verificering af agentens adfærd, for at principalen kan sikre sig imod egennyttig adfærd.

Ved selskabsledelse ses det f.eks. ofte ved at selskabets ledelse forfølger egeninteresser på bekostning af kapitalejerne, ved at foretage handlinger der fremmer deres mål i stedet for at maksimere værdien af selskabet.

Det kan f.eks. være at ledelsen søger at vækste selskabet på omsætningen i stedet for på indtjeningen, fordi det er mere prestigefyldt at lede et stort selskab.

PA teorien er baseret på antagelsen om asymmetrisk information og ikke-kongruerende interesser mellem principalen og agenten og/eller manglende mulighed for principalen for at verificere agentens handling, f.eks. ved at principalen ikke vil kunne bevise at agenten har handlet mod principalens interesse eller instruktion, overfor domstolene.

²⁰ Antagelsen om stærk-form effektive kapitalmarkeder medfører, at al information er indarbejdet i prisen på et aktiv, således at selv insider viden ikke kan give et overnormalt afkast.

Agentomkostninger referer både til omkostninger til at monitorer og verificere agentens handlinger men også omkostninger der direkte fremkommer af agentens handlinger, f.eks. ved at agenten foretog investeringer i projekter med en forventet negativ NPV.

12.2.12.1 Specielt om MBO

En ofte forekommende form for LBO er en Management Buyout (MBO) hvor den eksisterende ledelse opkøber en større del af selskabet. Det medfører at ledelsen befinder sig i et dilemma. På den ene side ønsker de at salgsprisen er så lav som mulig, i rollen som køber, mens de på den anden side er ansat af selskabet og derfor er forpligtiget til at varetage selskabets interesser, herunder at sikre de eksisterende ejere så høj en pris som muligt.

En varetagelse af ledelsens interesser på bekostning af selskabet eller de andre aktionærer, vil kunne være en overtrædelse af SL § 127 og evt. § 108. (Schaumburg-Müller & Werlauff, 2019, s. 657)

12.2.13 Investeringsbeslutningen skal være irreversibel

Antagelsen om, at investeringsbeslutningen skal være irreversibel, betyder at der ikke kan ske risk-shifting, hvor kapitalejerne flytter en del af risikoen over på fremmedkapitalen, efter låneaftalen er indgået. For risk shifting se afsnit 12.9.7.

I en LBO situation vil der ofte ske en stærk forøgelse af gælden, hvilket medfører at risikoen på gælden går op, både for de nye kreditorer, der kan tage en rente der modsvarer risikoen, men også for de eksisterende kreditorer, for hvem renten ikke længere afspejler den risiko de løber. (Brealey et al., 2011, s. 455).

12.3 M&M uden skatter og konkursomkostninger

Ingen skatter: Det antages at der ikke er nogle skatter, hverken selskabsskatter eller skat for investorerne. Skat for investorerne har kun betydning, i det omfang rente- og udbytte beskattes til forskellig skattesats. For skatter se afsnit 12.8

Ingen konkursomkostninger: I grundmodellen, antages det at der ikke er nogen konkursomkostninger. Det betyder ikke at selskabet ikke kan gå konkurs, kun at *såfremt* det går konkurs, kan det ske uden omkostninger for långiverne.

M&M proposition I

"The average cost of capital to any firm is completely independent of its capital structure and is equal to the capitalization rate of a pure equity stream of its class (Modigliano & Miller, 1958, s. 268)"

Proposition I siger, at kapitalomkostningerne er uafhængige af kapitalstrukturen, og derfor at markedsværdien af en virksomhed er uafhængigt af forholdet mellem gæld og egenkapital D/E (Brealey et al., 2011, s. 421).

Værdien af virksomheden under M&M I

$$V_U = V_L$$

Ligning 12.3.1

Hvor V_U er værdien af den ugearede virksomhed og V_L er værdien af den gearede virksomhed.

Arbitragebevis

Argumentet er, at investor i stedet for at købe aktierne i den gearede virksomhed, kunne købe aktierne i den ugearede virksomhed og selv låne det samme beløb som den gearede virksomhed. Under antagelsen om, at virksomheder og private låner til samme vilkår, vil afkastet for investor blive det samme. Hvis det var muligt at opnå en sikker fortjeneste ved at optage fremmedfinansiering gennem selskabet, ville det bryde med forudsætningen om ingen arbitrage.

12.3.1.1 The Value Conservation principle

Indsigten fra M&M kaldes the law of conservation of value (Brealey et al., 2011, s. 421). Værdien af aktiverne, er uafhængig af hvordan kravet mod selskabets kapitalstrøm deles mellem ejeren og kreditorerne. Firmaets værdi er bestemt af den højere side af balancen, af de faktiske aktiver der genererer kapitalstrømmen, ikke af forholdet mellem egen- og fremmedkapital.

Indsigten fra the value conservation principle for selskabets ledelse, at kun finansielle beslutninger, der indvirker på selskabets cash flow, skaber (reducerer) værdi (Koller et al., 2015, s. 38).

M&M proposition I kaldes også nogle gange for "the fixed pie" argument. Hvis selskabets drift ikke er afhængig af kapitalstrukturen, gør det ingen forskel på kagens størrelse, hvordan den deles mellem egenkapital og fremmedkapital.

Forestiller man sig to identiske selskaber, med samme aktiver og drift, med den eneste forskel at de finansiere sig forskelligt, er det intuitivt rigtigt, at det ikke kan gøre nogen forskel, hvordan passiv siden er delt, det er de samme midler der er tilgængelige til at aflønne kapitalen.

M&M proposition II

"the expected yield of a share of stock is equal to the appropriate capitalization rate p_k for a pure equity stream in the class, plus a premium related to financial risk equal to the debt-to-equity ratio times the spread between p_k and r "
(Modigliano & Miller, 1958, s. 271) "

Proposition II siger at egenkapitalomkostningerne er direkte relateret til graden af gæld i kapitalstrukturen og vokser proportionalt med gældsgraden D/E . Graden af vækst i egenkapitalomkostningerne, afhænger af forholdet mellem afkastkravet til den ugearede virksomhed k_a og fremmedkapitalomkostningerne, k_d .

12.4 Effekt af gearing

De vægtede gennemsnitsomkostninger, WACC, er uafhængig af gearing fordi faldet i kapitalomkostninger fra den øgede gearing, modsvares af et højere afkastkrav på egenkapitalen, grundet den øgede finansielle risiko der introduceres ved at fremmedkapitalen skal aflønnes, også hvis virksomheden ikke genereret tilstrækkelig med likviditet.

Den umiddelbare effekt af gearing er, at cash flowet bliver mere volatilt. Det skyldtes at fremmedkapitalen skal betales lige meget hvad. Til gengæld skal fremmedkapitalen ikke have del i en evt. up-side

Forestiller vi os en situation hvor EBIT enten er 500.000, 1.000.000 eller 1.500.000 med lige stor sandsynlighed og en forventet værdi på 1.000.000, kan vi se at gearingen har en stor effekt på volatiliteten på afkastet på egenkapitalen (se tabel 12.4.1).

Kapitalejerne vil derfor forvente et højere afkast for at bære den større volatilitet i afkastet. Det større afkastkrav vil præcis modsvare det højere forventede afkast, således at kapitalejerne er lige så godt stillet.

Kapitalstruktur 100% egenfinansiering				
Antal Aktier	400.000	Egenkapital		8.000.000 kr.
Kurs	20 kr.	Gæld		0
	Low state	Expected	High state	
EBIT	500.000 kr.	1.000.000 kr.	1.500.000 kr.	
Interest	- kr.	- kr.	- kr.	
Net income	500.000 kr.	1.000.000 kr.	1.500.000 kr.	SD
ROE	6,25%	12,50%	18,75%	5,10%
EPS	1,25 kr.	2,50 kr.	3,75 kr.	
Kapitalstruktur 50% fremmedfinansiering				
Antal aktier	200.000	Egenkapital		4.000.000 kr.
Kurs	20 kr.	Gæld		4.000.000 kr.
	Low state	Expected	High state	
EBIT	500.000 kr.	1.000.000 kr.	1.500.000 kr.	
Interest	400.000 kr.	400.000 kr.	400.000 kr.	
Net income	100.000 kr.	600.000 kr.	1.100.000 kr.	SD
ROE	2,50%	15,00%	27,50%	10,21%
EPS	0,50 kr.	3,00 kr.	5,50 kr.	

Jo højere et selskabs gæld er, jo større del af selskabets fortjeneste går til at servicere gælden. Når gælden stiger, medfører det, at usikkerheden på virksomhedens fremtidige fortjeneste også stiger, hvilket medfører at kapitalejernes afkastkrav stiger.

Tabel 12.4.1 (Ross A. et al., 2000, s. 489)

12.5 Risiko ved fremmedkapital

Ud over at renter og afdrag skal falde til på forhånd vedtaget tidspunkter, udsættes egenkapitalejerne også for andre risici.

Finansielle institutioner er ofte udsat for ændret regulering, hvilket kan medføre regulatorisk risiko på fremmedkapitalen. Regulatorisk risiko kan komme i form af ændrede soliditetskrav til långiver eller andre krav, der medfører øgede udgifter for långiverne. I det omfang der er muligt, vil långiver forsøge at overvælte denne risiko på låntageren, f.eks. gennem variable rentetillæg. Et eksempel på dette fra nyere tid er de stigende bidragssatser på realkreditlån, forårsaget af strengere krav til realkreditinstitutionernes soliditet. Regulatorisk risiko kan dog også komme fra andre former for regulering, f.eks. i form af risikoen for ændrede fradragsregler for renteudgifter eller lignende.

12.6 WACC

WACC (Weighted Average Cost of Capital) er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. WACC'en beregnes som et vægtet gennemsnit af afkastkravet på henholdsvis egenkapital og fremmedkapital.

Både egenkapital og gæld skal opgøres til markedspriser.

Uden skatter

$$WACC = (E/V) \times k_e + (D/V) \times k_d \quad \text{Ligning 12.6.1}$$

Hvor E = egenkapital, D = gæld, V = selskabets værdi = D+E, T_c = skattesatsen og k_a , k_e og k_d = afkastkravet til aktiverne, egenkapitalen og gælden.

Hvis investeringen er finansieret med 100 % egenkapital, er WACC lig med afkastkravet k_a på aktiverne, altså afkastkravet på en investering af den type, med samme risiko etc.

Det antages at afkastkravet på egenkapital, $k_e \geq k_d$ da kapitalejerne kun har krav på residualindkomsten og derfor kun bliver betalt hvis der er overskud, hvorimod fremmedkapitalen skal aflønnes uafhængigt af resultatet. Kan fremmedkapitalen ikke aflønnes, går selskabet konkurs (medmindre de kan få henstand under forventning af fremtidig positivt resultat²¹)

Spændet mellem afkastkravet på henholdsvis egen- og fremmedkapital, er et udtryk for business risk, altså den risiko som en investering af en given type har.

Den maksimale værdi af selskabet findes der hvor WACC'en har sit minimum, da cash flowet antages at være uafhængigt af kapitalstrukturen.

12.6.1 Sammenhæng mellem afkastkravene

$$k_a = (E/V) \times k_e + (D/V) \times k_d \quad \text{Ligning 12.6.1.1}$$

$$\Rightarrow k_e = k_a + (k_a - k_d) \times (D/E) \quad \text{Ligning 12.6.1.2}$$

Forklaring: Prisen på egenkapitalen afhænger af tre ting: afkastkravet k_a på den ugearede virksomhed, dvs. på selskabets aktiver, selskabets fremmedkapitalomkostninger k_d og forholdet mellem gæld og egenkapital D/E

Som det fremgår af ovenstående ligning, består afkastkravet til egenkapitalen af to ting 1) Afkastkravet til den ugearede virksomhed k_a , som er systematiske risiko af aktiverne, eller

²¹ Et eksempel er mezzaninlån, hvor der ofte er aftalt Pay In Kind, hvor gælden opskrives i stedet for at der udbetales renter. Pay In Kind kan både være aftalt som eneste betaling indtil tilbagebetaling ved låneperiodens udløb, eller kun hvis selskabet ikke har genereret nok cash flow til at servicere både prioritetsgælden og den efterstillede gæld.

selskabets drift og 2) leddet $(k_a - k_d) \times (D/E)$ som er bestemt af virksomhedens finansielle struktur. Hvis virksomheden er finansieret 100% med egenkapital, bliver leddet nul.

Det kan synes ulogisk, at afkastkravet til egenkapitalen afhænger negativt af den risikofrie rente. Men man skal holde sig i mente, at afkastkravet til egenkapitalen selv afhænger af den risikofrie rente + et tillæg der afhænger af risikoen på virksomhedens aktiver, således at en stigning i den risikofrie rente vil slå igennem i afkastkravet til egenkapitalen også.

12.7 M&M med skatter

M&M proporsition I med skatter

M&M proposition I fastslår, at skatteskjoldet, der er et resultat af fradragsretten for renteudgifter i skatteberegningen, medfører at den gearede virksomhed har en højere værdi end den ugearede virksomhed. Det skyldes at værdien af skatteskjoldet påvirker virksomhedens cash flow positivt. Da værdien af et selskab er bestemt som nutidsværdien af det fremtidige cash flow, vil det medføre at værdien af det gearede selskab øges.

Da renteudgifter er fradragsberigtiget, er det nødvendigt at indregne den dermed opnåede skatterabat i værdiansættelsen.

Et eksempel kan illustrere effekten. (se tabel 12.7.1)

Hvis en virksomhed genererer det samme cash flow før skal, vil cash flowet efter skat være større, da renteomkostningerne fra fremmedkapitalen er fradragsberettigede.

	Ugearede selskab	Gearede selskab
EBIT	1.000,00 kr.	1.000,00 kr.
Rente udgifter	- kr.	70,00 kr.
Skattepligtig indkomst	1.000,00 kr.	930,00 kr.
Skat 22 %	220,00 kr.	204,60 kr.
Netto indkomst	780,00 kr.	725,40 kr.
Cash flow fra aktiver	Ugearet firma (U)	Gearet firma (L)
EBIT	1.000,00 kr.	1.000,00 kr.
- Skatter	220,00 kr.	204,60 kr.
Total	780,00 kr.	795,40 kr.
Cash flow	Ugearet Firma (U)	Gearet firma (L)
Til kapitalejerne	780,00 kr.	725,40 kr.
Til kreditor	- kr.	70,00 kr.
Total	780,00 kr.	795,40 kr.

Tabel 12.7.1 baseret på (Ross A. et al., 2000, s. 497)

Værdien af den ugearede virksomhed

$$V_U = \frac{EBIT \times (1 - T_C)}{k_a}$$

Ligning 12.7.1

Nutidsværdi af skatteskjoldet

$$PV_{TS} = \frac{(T_C \times D \times k_d)}{k_d} \Rightarrow T_C \times D \quad \text{Ligning 12.7.2}$$

Værdi af den gearede virksomhed

$$V_L = V_U + T_C \times D \quad \text{Ligning 12.7.3}$$

Fordi cash flowet altid er større med skatteskjoldet, må værdien af den gearede virksomhed være større.

M&M proporsition II med skatter

Propersistion II siger, at egenkapitalsomkostningerne er direkte proportionalt med gearingen. Men tilstedeværelsen af skatteskjoldet, medfører, at egenkapitalsomkostningerne bliver mindre følsomme overfor graden af gearing. Selv om den øgede gældsgrad stadig øger risikoen for at virksomheden går konkurs, vil investorerne være mindre se den øgede gearing som mindre risikabel, på grund af den positive virkning på cash flowet som skatteskjoldet medfører.

Egenkapitalomkostninger med skatter

$$k_e = k_a + (k_a - k_d) \times (D/E) \times (1 - T_C) \quad \text{Ligning 12.7.4}$$

WACC med skatter

$$WACC = (E/V) \times k_a + (D/V) \times k_d \times (1 - T_C) \quad \text{Ligning 12.7.5}$$

Det følger at afkastkravet til egenkapitalen stiger som følge af den finansielle risiko, der introduceres med fremmedfinansieringen, men falder som følge af det lavere afkastkrav til fremmedkapitalen og skatteskjoldet. Til sammen medfører det et fald i kapitalomkostningerne, når der ikke er nogen konkursomkostninger.

12.8 Skat

Når den forventede værdi af en investering skal beregnes, er det nødvendigt at tage hensyn skatter, både for selskabet og for investorerne.

12.8.1 Selskab

Til forskel for udbytte til kapitalejerne, er renteomkostningerne fradragsberettigede ved opgørelse af årets skattepligtige resultat. Dermed opnår man en besparelse på kapitalomkostningerne svarende til værdien af renteskatteskjoldet. Selskabsskatten er på 22 %, jf. selskabsskattelovens § 17, stk. 1.

12.8.2 Investorer

12.8.2.1 Beskatning af aktieindkomst

Aktieindkomst for private beskattes i 2020 med 27% af beløb op til DKK 55.300 og med 42% af beløb over (PFA, 2020, s. 6). Grænsen fordobles for ægtefæller, jf. personskatteloven § 8a, stk. 1 og stk. 2.

12.8.2.2 Beskatning af kapitalindkomst

Positiv nettokapitalindkomst beskattes i 2020 med 37,8 % ved bundskat eller ved topskat for beløb under DKK 45.800. Ved topskat beskattes positiv nettokapitalindkomst med 42,7% for beløb over 45.800. Da kapitalindkomst indgår i beregningen af den skattepligtige indkomst, vil store kapitalindkomster medføre at der vil skulle svares topskat af en stor del af beløbet, hvilken medfører en reel skattesats på 42,7% (PFA, 2020, s. 7).

Satserne for kapitalindkomst er for en gennemsnitskommune.

Da skattesatserne for aktieindkomst og kapitalindkomst, for beløb over en, i LBO sammenhæng, relativt lille grænse er næsten identiske, kan de ignoreres, da de ikke vil ændre væsentligt på konklusionen (Petersen & Plensborg, 2004, s. 19).

12.9 M&M med konkursomkostninger

Konkursomkostninger kan være både direkte eller indirekte.

12.9.1 Direkte konkursomkostninger

De direkte konkursomkostninger, er de omkostninger der må afholdes ved opgørelse af boet og kan betragtes som en form for konkursskat, der forsvinder fra firmaets aktiver.

12.9.2 Indirekte konkursomkostninger

De indirekte konkursomkostninger, er de omkostninger der opstår når firmaet er nødt til, at bruge kræfter på at undgå at komme i finansielle vanskeligheder.

Problemet bliver særligt stort, når kapitalejerne og långiverne ikke er de samme personer. Da det er kapitalejerne der har kontrol over virksomheden indtil konkursen og da de tabet alt ved en konkurs, vil de bruge store kræfter på, at undgå konkurs også hvis disse ikke isoleret set, er i selskabets interesse.

Kreditorerne har derimod interesse i at bevare værdien i selskabet og vil forsøge at tage kontrol over selskabet.

12.9.2.1 Konkursomkostninger vs. agency cost

En øget gearing af virksomheden vil øge konkursomkostningerne, men har den afledte fordel, at det øger selskabets ledelses fokus på at sikre et godt resultat, f.eks. ved ikke at investere i projekter der ikke har et positivt NPV, da manglende evne til at kunne servicere gælden, kan medføre selskabets konkurs, hvilket også har negative konsekvenser for ledelsen.

12.9.3 The Static Theory of Capital Structure

Den statiske teori om kapitalstruktur antager, at selskabets drift og aktiviteter er uafhængige af kapitalstrukturen og at det kun er forholdet mellem egen- og fremmedkapital der er variabelt.

I følge teorien, vil et firma fremmedfinansiere sin aktivitet, indtil den marginale værdi af skatterabatten fra fremmedfinansiering er præcis lig med den marginale omkostning fra den øgede risiko for at komme i finansiell nød. (konkursrisikoen) (Ross A. et al., 2000, s. 504).

12.9.4 Optimal kapitalstruktur

Den optimale kapitalstruktur, der maksimerer selskabets værdi, er den der minimerer kapitalomkostningerne målt på WACC'en. Uden konkursrisiko, vil den optimale kapitalstruktur derfor være den hvor der er optaget den størst mulige gæld. Men når gældsgraden stiger, vil risikoen for långiver stige, da det vil kræve et større og større cash flow at servicere gælden. Årsagen til det lavere afkastkrav på fremmedkapital er, at de er sikret at få deres renter og afdrag, hvorimod kapitalejerne kun har ret til residual indkomsten, har alle andre fået, får de hvad der er i overskud. Men når gældsgraden stige, vil en del af risikoen for udsving i cash flowet blive overført til kreditorerne ligesom det kan vise sig at der ikke er tilstrækkeligt med aktiver til at dække kreditorernes krav, hvis selskabets går konkurs.

Om betydningen af, at selskabet ikke kan placere akkvisitionsgælden i driftsselskabet, se afsnit 17.

12.9.5 Risiko

12.9.6 Systematisk risiko og perfekte (kapital) markeder

En grundlæggende antagelse i investeringsteori er, at markedet ikke belønner agenterne for at bære en risiko de kan diversificere sig ud af. Den risiko en agent ikke kan diversificere sig ud af, kaldes den *systematiske risiko* (Ross A. et al., 2000, s. 392).

Fremtiden er pr definition ukendt og dermed er der en risiko for, at selskabets drift ikke udvikler sig som forventet. Den risiko for, at for at cash flowet ikke bliver som forventet, påvirker værdien af selskabet gennem kapitalomkostningerne og den risikoen der er om de fremtidige cash flows (Koller et al., 2015, s. 42). Ved investering i højt gearede transaktioner, er det nødvendigt at være særligt opmærksom på risikoen associeret med cash flowet.

Kapitalomkostningerne er den pris investorerne kræver for at bære den risiko der er for at det fremtidige cash flow ikke bliver som forventet på investeringstidspunktet. Den gennemsnitlige pris investorerne tog for at bære risikoen var i midt 2014 på 9,5 % (Koller et al., 2015, s. 43).

For de fleste større selskaber var afkastet på egenkapitalen i området 8-10 %, et meget snævert spektrum, givet den store forskel der er på selskaberne (ibid.).

Forklaringen er, at det er muligt for investorerne at diversificere sig ud af den risiko der er ved det enkelte selskab, ved at sprede deres investeringer over mange aktiver. derved opnår man at risikoen ved de enkelte aktiver udligner hinanden, således at udsvinget i forventet afkast bliver

mindre og dermed risikoen. Da markedet ikke belønner investorerne for at risiko de kan diversificere sig ud af, medfører det at afkastkravet vil konvergere.

Risikoen på en investering måles ved hjælp af beta β der er et udtryk for investeringens volatilitet sammenlignet med klassen (markedet) af lignende investeringer. Hvis beta er større end 1, er investeringen mere risikabel en markedet, hvis den er præcis 1 er den ækvivalent med markedet og er den mindre en 1 er den mindre risikabel en markedet.

Afkastkravet på en investering måles ved k_e (cost of equity)²². K_e beregnes med udgangspunkt i afkastkravet på den underliggende investering k_a (cost of assets)²³, renten på fremmedkapital k_d (cost of debt)²⁴, og forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital. Ved en investering der er finansieret med 100 % egenkapital, er k_e lig med k_a .

12.9.7 Risk shifting

Risk shifting, er en ex-post opportunistisk handling, hvor kapitalejerne overfører en del af risikoen fra egenkapitalen til fremmedkapitalen, ved at foretage handlinger der øger risikoen, *efter* låneaftalen er indgået. Risiko, der flyttes fra egenkapitalen til fremmedkapitalen *før* aftaleindgåelsen, er ikke risk-*shifting*, men i stedet risiko*deling*, som långiver kan prissætte i form af rentesatsen, eksempelvis mezzaninlån.

Hvis et selskab er højt gearet, men også i andre situationer, vil kapitalejerne have et incitament til, at tage eksorbitant risici, for at øge afkastet, da det øgede afkast tilfalder ejerne, mens den øgede risiko, deles mellem kapitalejerne og kreditorerne.

Et eksempel er, at øge gælden, hvis et projekt ikke syntes at give det afkast der er ønsket. Det øger långivers engagement i selskabet, mens ejernes mindskes.

Professionelle långivere som banker og pensionskasser etc. vil i praksis altid have klausuler tilknyttet deres udlån, der gør det muligt for dem, at genforhandle deres udlån. Det samme er ikke altid tilfældet med erhvervsobligationer, der, især tidligere, ikke var udstyret med tilsvarende klausuler. Da risikoen for at målselskabet ikke kan svare enhver sit, hvis akquisitionsgælden skubbes ned i målselskabet, stiger, vil deres afkastkrav stige tilsvarende. Men da afkastet er bestemt på forhånd, vil de ikke blive kompenseret derfor. De kan derfor lide et tab. Tabet opstår dog kun, hvis de ønsker at sælge obligationen før den udløber, eller gældgraden er tilbage på et mere normalt niveau, eller selvfølgelig, hvis selskabet går konkurs, uden at kunne tilbagebetale alle udestående gældsforpligtigelser til fulde.

12.9.8 Særligt om højt gearede investeringer.

En særligt kendetegn ved k_e er, at den vokser når graden af fremmedfinansiering stiger, hvilket skyldtes at risikoen for investorerne stiger, da fremmedkapitalen skal aflønnes først, og normalt uden hensyntagen til resultatet, og der derfor introduceres yderligere risiko, når en investering

²² Cost of equity k_e kaldes også undertiden r_e for return on equity.

²³ Cost of assets k_a kaldes også undertiden for r_a for return on assets

²⁴ Cost of debt k_d kaldes også undertiden for r_d for return on debt.

delvist finansieres med fremmedkapital. Det skyldtes egenkapitalens særkende som residual claimants. Når graden af fremmedkapital stiger til meget høje niveauer, begynder k_e dog at falde igen, hvilket skyldtes, at investeringen, set fra egenkapitalens synspunkt, får mere karakter af en option (Black & Scholes, 1973, s. 649).

12.9.9 Om betydningen af lav dansk selskabsskat

Den største fordel ved finansiering med fremmedkapital, fraset selvfølgelig manglende evne til at finansiere sig med ren egenkapital, er, at renteudgifter er fradragsberettigede, hvorimod kapitalejerne først kan aflønnes efter at der er betalt selskabsskat.

Skattesatsen i Danmark er i 2020 på 22 %, et fald fra 32 % i 2000. Da selskabsskatten blev indført i Danmark i 1903 var den på 2% og steg gradvist indtil første halvdel af 1980'erne, hvor den en overgang var helt oppe på 50%²⁵ (Skat, 2003)

Værdien af skatteskjoldet er direkte afhængigt af skattesatsen, således at en reduktion i skattesatsen, hvor fordelagtig den end er for selskabet samlet set, medfører en reduktion i værdien af skatteskjoldet og dermed også af fordelene ved at anvende fremmedkapital i stedet for egenkapital. De høje selskabsskattesatser der var dominerende i 1980, kan være en del af forklaringen på LBO'ernes popularitet i 1980'erne.

Et eksempel kan illustrere betydningen. Se tabel 12.9.9.1

Selv om forskellen i WACC'en ser beskeden ud, ændrer det nutidsværdien af en uendelig annuitet med 8,5%, når skattesatsen falder fra 50% til 22%.

Ved en højere gearing bliver forskellen endnu større. Således stiger forskellen i værdi til 34%, med 90% fremmedkapital, en ikke trivial forskel, for transaktioner med en høj grad af fremmedfinansiering.

Da investorernes afkastkrav er efter skat, har det stor betydning for fordelene ved at geare investeringen, da risikoen ved det underliggende aktiv, ikke påvirkes af skatten, da markedet vil konkurrere værdien af skattelettelsen væk. Konsekvensen er, at det er mindre attraktivt at geare selskabet.

$RF = 3\%$
$RP = 6,5\%$
$\beta_a = 1$
$k_a = 3 + 1 \times 6,5 = 9,5\%$
$k_d = 5\%$
$D/E = 1$
Eksempel 1 skat = 50%
Eksempel 2 skat = 22 %
$K_e = 9,5\% + (9,5 - 5) = 14\%$
$WACC_{tax50\%} = 14 \times 0,5 + 0,5 \times 5 \times (1 - 0,5) = 8,25$
$WACC_{tax22\%} = 14 \times 0,5 + 0,5 \times 5 \times (1 - 0,22) = 8,95$

Tabel 12.9.9.1

²⁵ <https://www.skm.dk/skattetal/analyser-og-rapporter/oevrige-publikationer/2003/december/ska%CF%84-december-2003/den-danske-selskabsskat-satsreduktion-og-baseudvidelse>

13 Værdiansættelse

13.1 Net present value

Et centralt begreb i værdiansættelse af en virksomhed, et projekt eller en investering generelt, er ideen nettonutidsværdi (net present value NPV). NPV fremkommer ved at tilbagediskonterer cash flowet genereret af en investering til nutiden med en diskonteringsfaktor, der afspejler den risiko der er ved cash flowet. Hvis $NPV \geq 0$ er investeringen rentabel.

I nærværende afhandling, er fokus på hvorledes retsreglerne for kapitalselskaber påvirker værdiansættelsen, hvorfor strategiske overvejelser vil blive ignoreret, hvor vigtige de end kan være i det praktiske liv (Lenos & Mason, 2001).

13.2 Værdiansættelsesmodeller

I følge Plensborg finders der fire grundlæggende kategorier af værdiansættelsesmodeller. De fire typer er kapitalværdibaserede modeller, relative værdiansættelsesmodeller, substansværdimodeller samt realoptionsmodeller (Petersen & Plensborg, 2003)²⁶.

Substansværdimodellerne og realoptionsmodellerne benytter kun i begrænset omfang og vil kun blive beskrevet kort her (Petersen & Plensborg, 2003, s. 6). Deres primære styrke ligger i værdiansættelse, af henholdsvis selskaber i krise, eller hvor ledelsesmæssig eller strategisk fleksibilitet er vigtigt.

13.3 Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller

Fælles for de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller er at den fremtidige kapitalstrøm tilbagediskonteres med afkastkravet til investeringen baseret på den underliggende risiko på den fremtidige indtjening (Petersen & Plensborg, 2003, s. 5).

De kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller er alle afhængige af, at der kan estimeres den korrekte afkastkrav, hvilket i praksis kan være vanskeligt (Petersen & Plensborg, 2003, s. 5).

Især fastlæggelse af afkastkravet på egenkapitalen kan volde vanskeligheder, særligt for ikke-børsnoterede selskaber, hvor der ikke sker løbende prisdannelsen på aktien. For at fastslå afkastkravet på egenkapitalen, må markedsafkastet beregnes først, hvorefter β for det enkelte selskab estimeres, f.eks. ved hjælp af Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), Fama-French three-factor modellen eller arbitrage pricing theory (ATP) (Koller et al., 2015, s. 292)

I det følgende vil kun CAPM blive behandlet

Ved værdiansættelse af ikke-børsnoterede kapitalandele, kan det være nødvendigt at tage hensyn til at de ikke nødvendigvis er specielt likvide, for hvilket en investor normalt vil kræve et risikotillæg.

²⁶ Artiklen henviser til Plensborg, T (2000b), Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel, Børsen Ledelseshåndbøger, opdatering 4

13.3.1 Hyppigt anvende kapitalværdiansættelse modeller

De hyppigst anvendte kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, er dividendemodellen (DIVM), Discounted Cash Flow-modellen (DCF), Adjusted Present Value-modellen (APV), Economic Value Added modellen (EVA), residualindkomstmodellen (RI) og Capital Cash Flow-modellen (CCF).

Derudover, kan Internal Rate of Return og Modified Internal Rate of Return, medregnes til de kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller.

Hvis de samme forudsætninger anvendes i de forskellige kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller, vil de give identiske værdier (Petersen & Plensborg, 2003, s. 2)

13.3.2 Eksempel Diskonteret cash-flow model (DCF)

DCF-modellen er den mest udbredte i praksis, hvilket blandt andet skyldtes, at den anses for at være uafhængig af anvendt regnskabspraksis (Petersen & Plensborg, 2003, s. 2), og vil kort blive beskrevet her, som et eksempel.

13.3.2.1 Beregning af frit cash flow

Da kun det frie cash flow har betydning for værdiestimatet, må FCF først beregnes., se tabel 13.3.2.1.1

13.3.2.2 Budgetperiode

For at beregne FCF mest korrekt, udarbejdes en eksplicit budgetperiode på typist 5-10 pr, og derefter en terminalperiode, hvor det antages, at selskabet går ind i en steady state med konstant vækst, afkastgrad, osv.

Terminalværdien beregnes i praksis efter en voksende frit cash flow formel (Petersen & Plensborg, 2003, s. 3) Terminalværdien beregnes efter formelen i ligning 13.2.2.2.1

Hvor FCF_{n+1} er det fri cash flow i første år af terminalperioden og WACC er de gennemsnitlige kapitalomkostninger og g er væksten.

Beregning af Terminal Value FCF

$$Terminal\ value_{FCF} = \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g}$$

Beregning af FCF	
	Nettoomsætning
-	Driftsomkostninger
=	Driftsresultat før skat (EBIT)
+	Afskrivninger
-	Betalt skat (af driftsresultat)
=	Cash Earnings
-/-	Forskydning i arbejdskapital
=	Pengestrøm fra driften
-/-	Anlægsinvesteringer og -frasal
=	Frit Cash flow til långivere og ejere (FCF)
-/-	Finansielle ind- og udbetalinger (efter skat)
-/-	Afdrag/optagelse af ny gæld
=	Frit Cash flow til ejere
-	Udbytte
=	Overskydende likviditet

Frit efter (Petersen & Plensborg, 2003, s. 3)

Tabel 13.3.2.1.1

Ligning 13.2.2.2.1

Det er vigtigt, at virksomheden er gået ind i en forventet normal tilstand, uden unormal høj eller lav vækst, i terminalperioden, da terminalværdien ellers vil blive forkert (Petersen & Plensborg, 2003, s. 3)

WACC beregnes som under afsnit 12.6

13.3.2.3 Beregning af værdi

Derefter kan værdien af selskabet estimeres ved at tilbage diskontere de frie cash flow i budgetperioden og terminalværdien til år nul-

Beregning af værdi med CFC-modellen

$$\sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{FCF_1}{WACC} \right) + \left(\frac{FCF_2}{WACC^2} \right) + \dots + \frac{\left(\frac{FCF_{n+1}}{(WACC - g)^t} \right)}{WACC^n} \quad \text{Ligning 13.2.2,3.1}$$

13.4 Relative værdiansættelsesmodeller

Relative værdiansættelsesmodeller anslår værdien af et aktiv ud fra forholdet mellem regnskabsposter fra sammenlignelige selskaber. Ved at sammenligne nøgletal fra sammenlignelige selskaber kan man estimere værdien ud fra tanken om at prisen på to selskaber der generer den samme kapitalstrøm bør være den samme.

En udfordring med de relative værdiansættelsesmodeller er, at det kan være vanskeligt at sikre sig at alle forudsætningerne for et kunne sammenligne nøgletallene er opfyldt.

Blandt andet skal selskaberne der sammenlignes med anvende regnskabsprincipper, have tilsvarende rentabilitet, have samme forventninger til vækst og indtjening ligesom både den driftsmæssige og den finansielle risiko skal være tilnærmelsesvis ens. (Petersen & Plensborg, 2003, s. 6). Brugen af relative værdiansættelsesmodeller er udpræget i praksis, men egner sig bedst som et sikkerhedstjek.

Rådgivningsudvalget under Foreningen af Statsautoriserede Revisorer udgav i 2003 et fagligt notat (Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, 2003, s. 93), hvori de oplister de typiske grunde til, at selskaber i samme peer-gruppe værdiansættes med forskellige multipler. Disse er:

- Fremtidig omsætningsvækst
- Fremtidig indtjeningsvækst
- Indtjeningsusikkerhed
- Likviditet i aktien
- Forskelle i regnskabsprincipper
- Strategisk position
- Track record for management
- Kvalitet af indtjeningen
- Forskelle i kapitalstruktur

De oftest mest benyttede multipler er beskrevet kort nedenfor.

Price/earnings: P/E er prisen på selskabet i forhold til selskabets indtjening efter selskabsskat. P/E beregnes i forhold til indtjeningen pr. kapitalandel. Det giver et godt indtryk af markedets forventninger til selskabet og den pris en investor må betale pr. enhed af den nuværende (eller fremtidige) indtjening.

EV/EBIT: Måler selskabets værdi (Enterprise Value) relativt til indtjeningen før renter og skatter. Forholdet kan bruges til at vurdere om en aktie er korrekt prisfastsat, ved at sammenligne det med lignende selskaber. Det bruges normalt til at sammenligne to (eller flere) selskaber der tilnærmelsesvis samme, finansielle, driftsmæssige og ejerskabsprofiler.

EV/EBITDA: Måler selskabets værdi i forholdet til indtjeningen før renter, skatter og afskrivninger på aktiver og goodwill og andre immaterielle aktiver. EBITDA kan bruges som en proxy for cash flowet og bruges til at beregne selskabets værdi relativt til cash flowet.

EV/EBITDA viser hvor mange gange EBITDA man betaler for selskabet.

EV/SALES: EV/Sales, nogen gange kaldt EV/revenue måler selskabets værdi relativt til omsætningen. Bruges mest til, at estimere værdien af selskaber der ikke har opnået noget positivt driftsresultat endnu. Hvis EBITDA er negativt eller meget lavt, vil en estimering af selskabets værdi relativt baseret på det ikke give noget godt billede af hvilken multipl selskabet handles til.

13.5 Substansværdimodeller

Substansværdimodeller er mest relevante ved værdisætning af en virksomhed i økonomisk krise, hvor det ikke er muligt at forsætte driften og man derfor ønsker at frasælge aktiverne, enten samlet eller hver for sig. Virksomhedens værdi afhænger derfor af, hvilken pris man kan få for aktiverne.

Substansværdimodellerne bør bruges som supplement til værdiansættelse efter de kapitalværdibaserede modeller, da selskabet kan være mere værd hvis det splittes op og de enkelte aktiver sælges fra.

Opgørelse af selskabets værdi efter substansværdimodellen, kan siges at udgøre en bundprop for værdien af selskabet, idet værdien altid vil være mindst hvad aktiverne kan sælges for fratrasket evt. gæld og andre forpligtigelser, såsom erstatningskrav rejst mod selskabet.

Selvom man ikke kan udelukke at en værdiansættelse efter substansværdimodellerne kan være aktuel for det tilfælde at en virksomhedshandel går galt, er det ikke relevant at behandle i forhold til afhandlingens fokus, hvorfor de ikke gennemgås yderligere.

13.6 Optionsmodeller

Realoptionsmodellerne bygger videre på de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller. Værdien af selskabet tillægges en værdi fleksibilitet i det der antages at det enkelte projekt kan lukkes ned eller endda udvides afhængigt af hvordan det faktisk udvikler sig. Det er især relevant ved

virksomheder der er tunge på R&D men kan også være aktuelt i brancher hvor indtrængning på et nyt marked i form af et joint venture hvor man holder en call option på projektet hvis det viser sig at være succesfuldt.

Optionsmodeller har også relevans ved højt gearede transaktioner. Ved højt niveau af fremmedkapital, kan investeringen set fra kapitalejernes synspunkt, betragtes som en option.

Hvis udviklingen i selskabet ikke går som man har forventet og gælden overstiger markedsværdien af selskabet, kan investorerne vælge at erklære deres holdingselskab hvor gælden ligger, konkurs. Dermed mister de kun deres oprindelige investering, mens et evt. tab må bæres af kreditorerne.

Option har betydning i forhold til forklaringen på risikoen i M&M med skatter og konkursrisiko, da det kan få kapitalejerne til at foretage handlinger der ikke er rentable hvis investeringen set fra deres synspunkt ikke længere er in-the-money (gæld overstiger selskabets værdi)

13.7 Valg af værdiansættelsesmodel

13.7.1 Værdiansættelsesmodeller brugt ved LBO'er

De kapitalværdibaserede modeller, er alle ækvivalente i teorien ved korrekt implementering. Kendetegnet ved LBO'er er, at der i forbindelse med overtagelsen af målselskabet optages store lån, der derefter afdrages over en kort årrække. Konsekvensen er, at kapitalstrukturen drastisk ændres i de første år efter overtagelsen. Det går det nødvendigt at tage hensyn til den ændrede kapitalstruktur i værdiansættelsen. I DFC-modellen kan dette opnås ved at man genberegner WACC for hvert år i budgetperioden, hvorefter man antager en konstant kapitalstruktur i terminalperioden.

13.7.2 Adjusted Present Value

Det er dog både vanskeligt og tidskrævende og derfor er APV modellen bedre egnet, idet kapitalstruktureffekterne beregnes særskilt. Derfor er APV modellen at foretrække ved ikke-trivielle ændringer i kapitalstrukturen og vil blive valgt som den model der arbejdes videre med.

Adjusted Present Value-modellen, er baseret på DCF modellen, og vil give samme værdiestimat, under det samme forudsætninger, men fremmedfinansieringen bliver behandlet særskilt. Det er især skatteskjoldet der bliver behandlet for sig selv, men i en fuldt udviklet model, vil alle omkostninger der hidrører fra fremmedfinansieringen, blive behandlet særskilt, Udover skatteskjoldet, er det forsikringsomkostninger associeret med lånoptagelsen, konkursomkostninger samt andre omkostninger der hidrører fra markedsfejl eller lovgivning.

I APV-modellen beregnes først værdien af selskabet som et rent egenkapitalfinansieret selskab, hvor det frie cash flow tilbagediskonteres med afkastkravet på den ugearede virksomhed k_a , hvorefter den tilbagediskonterede værdi af fremmedfinansiering lægges til.

Hvor V_L er værdien af den gearede virksomhed, V_U er værdien af den ugearede virksomhed og PVF er nutidsværdien af fremmedfinansieringen (skatteskjoldet).

Værdi af gearret virksomhed med APV-modellen

$$V_L = V_U + PVF \quad \text{Ligning 13.7.2.1}$$

Ved at beregne virkningen af fremmedfinansieringen eksplicit, bliver kapitalstrukturen mere synlig.

13.7.2.1 Kritik af APV-modellen

Hvis skatteskjoldet tilbagediskonteres med k_d bliver værdiestimatet af selskabet for højt i forhold til DCF modellen. Tilbagediskonteres der i stedet med k_a , bliver værdiestimatet en voksende funktion af renten. Hvis selskabet er lavt gearret og kan låne til en rente nær den risikofrie rente, er det ikke noget problem, idet den risikofrie rente indgår i beregningen af k_a . Men når selskabet er højt gearret og når gælden ikke ligger i driftsselskabet, medfører det en rente der kan være væsentligt højere end den risikofrie rente, med den uheldige konsekvens, at værdiestimatet bliver højere.

Dermed fanger modellen ikke den risikopræmie långiver indregner i renten, når gearingen stiger, hvis det frie cash flow tilbagediskonteres med k_a , der jo er uafhængig af den risiko der introduceres når virksomheden er delvist fremmedfinansieret. Tilbagediskonteres der derimod med k_d , vil værdien af skatteskjoldet være konstant uanset hvad renten er, da renten indgår både i tæller og nævner.

Husker man at holde sig afkastet for investorerne for øje og ikke kun selskabets værdi samlet, er det dog ikke noget problem, da afkastet på egenkapitalen bliver mindre, når renteudgifterne er fratrukket det frie cash flow.

Hvis der tilbagediskonteres med k_a , bør der teoretisk beregnes en ny k_d for hver periode hvor gælden ændrer sig, hvis det medfører at den vægtede gennemsnitsrente ændrer sig. Ved LBO'er er det normalt at der oprettes lån i forskellige trancer, der forrentes med forskellige renter. Oftest er det de dyre efterstillede lån der tilbagebetales sidst (derfor den højere rente, de er sidst i betaling og har derfor højere risiko), hvilket medfører at den korrekte k_d vil være stigende over tid. Hvis k_d skal genberegnes i hver periode, mister modellen noget af sin fordel i forhold til DCF-modellen.

13.7.3 Vækst, særligt i terminalperioden

Ved beregning af et selskabs forventede værdi ved hjælp af de kapitalværdibaserede modeller, kommer en stor, ofte den største, del af selskabets værdi fra terminalværdien. Da terminalværdien

er meget følsom overfor den forventede vækst, er det meget vigtigt at estimeret den forventede vækst realistisk.

Såfremt der forventes en høj vækst i en periode, er det derfor nødvendigt at specificke budgettere den periode, således at væksten i terminalperioden ikke er væsentlig højere end den forventelige vækst i økonomien som helhed.

Dette er særlig relevant med de historisk lave renter for tiden (se afsnit 15.2). Selv en lav vækst kan have stor konsekvens for værdiansættelsen.

Et eksempel: I beregningerne i eksemplet ignoreres skatter, da det ikke ændrer på konklusionen.

Når afkastkravet er meget lavt, på grund af den lave risikofrie rente, kan afkastkravet og væksten komme meget tæt på hinanden, med den konsekvens at værdien stiger til urealistiske højder. Dette vil især være gældende for værdien af skatteskjoldet, hvis det tilbagediskonteres med k_d

Værdi af det frie cash flow i terminalperiode

$$\frac{FCF_{t=n+1}}{k_a - g} \quad \text{Ligning 13.7.3.1}$$

Da det gælder,

Konsekvens af vækst på værdiestimatet k_a

$$\lim_{g \rightarrow k_a} \frac{FCF}{k_a - g} = \infty \quad \text{Ligning 13.7.3.2}$$

Konsekvens af vækst på værdiestimatet k_d

$$\lim_{g \rightarrow k_d} \frac{k_d \times D}{k_d - g} = \infty \quad \text{Ligning 13.7.3.3}$$

For $g < k_a$ og k_d

Altså, at værdien af en uendelig annuitet nærmer sig uendelig, når væksten nærmer sig afkastkravet.

Med udgangspunkt i afkastet på 10-årig statsobligation (pt. -0,6 %) ²⁷ som et estimat af den risikofrie rente og 2 % forventet vækst, et beta på den ugearede virksomhed på 0,75, en risikopræmie på 6,5% og $FCF = 100,-$ kan vi først beregne afkastkravet til den ugearede virksomhed som

Beregning af k_a

$$k_a = R_f + \beta_a \times RP = -0,006 + 0,75 \times 0,065 = 4,275\% \quad \text{Ligning 13.7.3.4}$$

²⁷ Primo april 2020

Hvilket giver en værdi på

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{100}{-0,006 + 0,75 \times 0,065 - 0,02} = 4.395,60 \quad \text{Ligning 13.7.3.5}$$

Handelsværdien af egenkapitalen er altså knap 44 x det frie cash flow.

Er den risikofrie rente i stedet 3% opnås en værdi ved 2% vækst på

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{100}{0,03 + 0,75 \times 0,065 - 0,02} = 1.702,13 \quad \text{Ligning 13.8.3.7}$$

Som det fremgår, vil en risikofri rente der er meget lav, kunne medføre nogle helt urealistiske værdiestimer. I afsnit 15.2 vil der derfor blive introduceret et alternativ til den nuværende risikofrie rente.

14 Økonomisk delkonklusion

Efter en analyse af kapitalstrukturens indvirkning på virksomhedens værdi, kan det konstateres, at, på trods af det teoretiske udgangspunkt om kapitalstrukturens irrelevans, kan virksomhedens værdi påvirkes af ændringer i kapitalstrukturen.

Gennemgangen viser at især to forhold har betydning for kapitalstrukturens indflydelse på værdiestimatet, nemlig skatter gennem værdien af skattefradraget på renteomkostningerne og risikoen på investeringen, både for egen- og fremmedkapitalen, gennem afkastkravet. Derudover, kan det ikke udelukkes at også investorskatter kan have en betydning for værdien, men kan kun estimeres i en konkret kontekst.

Da renten på fremmedkapitalen primært afhænger af gældsgraden og den sikkerhed som långiver kan opnå i form af sikkerhed i aktivet, vil renten der kan opnås i en LBO, være stærkt afhængig af i hvilken omfang køber i egenskab af låntager, kan benytte målselskabet som finansieringskilde, eller som sikkerhed. Forudsætningen i M&M om at ind-og udlån foregår til den risikofrie rente, vil ikke holde, når långiver ikke kan opnå sikkerhed for udlånet i reelle værdier, men kun i kapitalandele, hvis værdi afhænger af det aktiv lånet, har finansieret, og hvis tilbagebetaling afhænger af den samme kapitalstrøm, der bestemmer værdien på kapitalandelene.

Renteomkostningerne har direkte indvirkning på værdiestimatet af egenkapitalen, både i form af skatteskjoldet, men mere i kraft af den andel af selskabets cash flow der tilfalder gælden.

Den lave danske selskabsskat på 22% og de lave renter der har været normen i store dele af det 21'ende århundrede, gør, at værdien af renteskatteskjoldet på selskabsskatten, er begrænset men stadig har betydning.

Integreret del

15 Selvfinsieringsforbuddets indvirkning på værdiansættelse af kapitalselskaber

15.1 Indledning

Efter at have fastslået retsreglerne for brugen af målselskabet som finansieringskilde for overtagelsen i første del og det er blevet belyst, hvorledes kapitalstrukturen påvirker værdien af selskabet, vil det i den integrerede del blive undersøgt hvorledes de muligheder og begrænsninger selskabslovens regler opstiller, påvirker værdien af målselskabet.

15.2 Valg af risikofri rentesats

Da rente på 10årige statsobligationslån i skrivende stund (forår 2020) er -0,6 % (negativ 0,6 %), må der vælges en anden rente som udgangs for beregning af renteomkostningerne.

Både Nationalbankens udlånsrente og diskontorente er i skrivende stund 0 (nul)²⁸

Den gennemsnitlige rente på 10årige statsobligationer i det 21ende århundrede har været 2,71%²⁹

Renten har udvist en generel faldende tendens i hele perioden.

McKinsey & Company (Koller et al., 2015, s. 289) anbefaler at man i stedet kreere en syntetisk risikofri rente baseret på inflationsforventningen og den langsigtede reelle rentesats, som forfatterne anslår til 2%. Den seneste opgørelse for inflationen i Danmark og Europa der er tilgængelig (Danmarks Statistik, 2020), beregner inflationen i Danmark til 0,7% og i EU til 1,6%.

Baseret på det, vil en syntetisk risikofri rente derfor være mellem 2,7% og 3,6%

Der vælges derfor en risikofri rente på 3%.³⁰

Det antages at renten på gæld er en funktion af den risikofrie rente (R_f), den underliggende risiko på selskabet β_a (målt ved afkastkravet på den ugearede virksomhed), forholdet mellem gæld og egenkapital (D/E), markedsrisikopræmien (RP) og graden af sikkerhed for lånet (konkursorden, både strukturel og ved aftale, sikkerhed i pant etc.) θ .

²⁸ Primo april 2020

²⁹ Udtræk fra Danmarks Statistik fra 2000M01 til 2020M02. Største tal i datasættet var 2000M01 med 5,91 og laveste var 2019M08 med -0,69.

³⁰ Sidst den gennemsnitlige rente på året for 10årige statsobligationer var tæt på 3% var i 2010 – til sammenligning var den gennemsnitlige CIBOR rente for 12 m lån 1,7790 i 2010

Antagelse om rentesats

$$k_d = f(R_f + \beta_d \times RP + \theta_d) \quad \text{Ligning 15.2.11}$$

Da det ligger uden for nærværende afhandling af komme op med en teori, der kan fastslå θ , vil arbitrære værdier for rentetillægget for manglende sikkerhed blive anvendt. Der vil gælde at renten for gæld placeret i målselskabet $\leq$ gæld placeret i moderselskabet (holdingselskabet)

Ved simulering af låneaftaler i modellen, tages der udgangspunkt i WSJ publicerede prime rate for uge 15 2020, der er på 3,25%³¹

15.3 Afkastkrav

Hvorvidt skatteskjoldet skal tilbagediskonteres med k_a eller k_d , er en afvejning af, hvor risikabel skatteskjoldet er. Så længe selskabet genererer en stor nok skattepligtig indkomst til at dække renteudgifterne, kan det betragtes som havende samme risiko som gælden. Men da den fremtidige værdi af skatteskjoldet er afhængig virksomhedens evne til at generere et cash flow, må risikoen på skatteskjoldet være identisk med risikoen på cash flowet (Petersen & Plensborg, 2004, s. 18).

Hvis gælden tilbagediskonteres med den gennemsnitlige rentesats, undgår man at værdien af selskabet stiger, når renten stiger, hvilket må siges at være korrekt, den stigende rente er jo et udtryk for den stigende risiko, ved at gearingen stiger og effekten af forskellig grad af sikkerhed på gælden, f.eks. om den er sikret ved pant i fast ejendom, eller i kapitalandele.

Der gælder følgende generelle sammenhænge.

Værdien af den ugearede virksomhed

$$V_U = \frac{EBIT \times (1 - T_C)}{k_a} \quad \text{Ligning 15.3.1}$$

Nutidsværdi af skatteskjoldet tilbagediskonterer med k_d

$$PV_{TS} = \frac{(T_C \times D \times k_d)}{k_d} \Rightarrow T_C \times D \quad \text{Ligning 15.3.2}$$

Værdi af den gearede virksomhed skatteskjold tilbagediskonteret med k_d

$$V_L = V_U + T_C \times D \quad \text{Ligning 15.3.3}$$

³¹ wall street journal's publicerede prime rate. Det bemærkes at satsen en måned tidligere var på 4,75%. Til sammenligning, var LIBOR 12 måneder den 09. april 2020 på 1,05088 og CIBOR 12 måneder 8. april 2020 på 0,2400

Nutidsværdi af skatteskjoldet diskonteret med k_a

$$\frac{(T_c \times D \times k_d)}{k_a} \Rightarrow T_c \times D \times \frac{k_d}{k_a} \quad \text{Ligning 15.3.4}$$

Værdi af den gearede virksomhed skatteskjold tilbagediskonteret med k_a

$$V_L = V_U + T_c \times D \times \frac{k_d}{k_a} \quad \text{Ligning 15.3.5}$$

Sammenhæng mellem k_a og k_d

$$V_U + T_c \times D \geq V_U + T_c \times D \times \frac{k_d}{k_a} \text{ når } k_a \geq k_d \quad \text{Ligning 15.3.6}$$

15.4 Lovlig selvfinansiering

Lovlig selvfinansiering efter reglerne i SL § 206, stk. 2 har ikke særlig relevans ved højt gearede transaktioner. Det skyldtes, at kun midler der lovligt kan udloddes som udbytte kan anvendes. Men hvis der ønskes at overtage hele selskabskapitalen, vil værdien af oparbejdet overskud der kan blive udbetalt som udbytte blive lagt til prisen til kurs pari³², med den konsekvens, at købsprisen på selskabet bliver præcis lige så meget dyrere som de frie reserver.

Teoretisk værdi af selskab

$$\sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{D_1}{(1+k_e)} \right) + \left(\frac{D_2}{(1+k_e)^2} \right) + \dots + \left(\frac{D_t}{(1+k_e)^t} \right) = \frac{D_1}{k_e} \quad \text{Ligning 15.4.1}$$

Værdi af selskab med frie midler

$$\sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{D_0}{(1+k_e)^0} \right) + \left(\frac{D_1}{(1+k_e)^1} \right) + \dots + \left(\frac{D_t}{(1+k_e)^t} \right) = \frac{D}{k_e} + D_0 \quad \text{Ligning 15.4.2}$$

Hvor D_0 er de allerede realiserede frie midler, der kan udloddes som udbytte og D_t er dividenden i år t og k_e er afkastkravet på egenkapitalen.

Forestiller vi os den simple situation, hvor dividenden er den samme hver år og lig med 100,- og et afkastkrav på egenkapitalen på 10%, vil værdien af selskabet uden frie midler på overtagelsestidspunktet være lig med $100/0,1 = 1000,-$. Hvis selskabet har frie midler på overtagelsestidspunktet, bliver prisen i stedet $100/0,1 + 100 = 1.100$.

³² Eller i hvert fald tilnærmelsesvis, i det selskabets frie reserver indgår i den samlede værdiansættelse og vil være en del af købers overvejelser i forbindelse med tilbud om en evt. overkurs. Da de frie reserver vil skulle kortvarigt finansieres, evt. ved brug af fremmedkapital, med deraf følgende udgifter, kan det medføre en formentlig trivial justering af købsprisen.

Den teoretiske korrekte pris bliver derfor præcis øget med værdien af de frie midler.

I APV-modellen er dette meget tydeligt, idet selskabets værdi estimeres ved at tilbagediskontere det forventede fremtidige frie cash flow samt skatteskjold, for at beregne den operationelle værdi af selskabet. Dertil lægges likvide midler, dvs. kontantbeholdninger og andre ultralikvide midler og fratrækkes værdien af den eksisterende gæld.

Det vil derfor være mere relevant at udbetale de frie midler til de eksisterende kapitalejere som udbytte, eller alternativt at udbetale dem som (ekstra)ordinært udbytte umiddelbart efter overtagelsen, i stedet for at låne dem af selskabet.

Anderledes forholder det sig hvis de nye kapitale ejere foretager en lånefinansieret ekstra udbetaling af udbytte. Da det er lovligt for et selskab at udlodde midler også til brug for finansiering af akkvisitionsgælden, er det en måde hvorpå, det er muligt at flytte en del af akkvisitionsgælden ned i målselskabet, med deraf følgende laver renteudgifter på grund af den bedre sikkerhed for långiver.

16 Case

I casen, bliver værdien af et hypotetisk selskab estimeret, under forskellige antagelser, der belyser betydningen af de muligheder og begrænsninger, selskabslovens regler opstiller for finansieringen af en LBO.

APV modellen er baseret på modellen fra Takeovers, Restructuring and Corporate Governance (Weston et al., 2014, s. 445) i appendix B til kapitel 16, men er kraftigt videreudviklet, med analyse af cash flows, lånafvikling og afkast på købers investering.

16.1 Målselskab før overtagelse

I casen antages det, at $\beta_a = 0,9$. Et beta på 0,9 er typisk for virksomheder i modne industrier og vil reflektere en sund virksomhed i de fleste brancher, som f.eks. forbrugsgoder, farmaceutisk, detailhandel, teleselskaber og industri (Koller et al., 2015, s. 303). Et beta på 0,9 er ultimativt arbitrært valgt, men antages at være et realistisk valg for virksomheder, der er mål for gearede overtagelser, idet et relativt stabilt cash flow, er en forudsætning for at kunne geare selskabet i så høj grad, som det sker ved LBO. Et ustabil cash flow, vil medføre at den finansielle risiko vil blive ekstremt høj.

EBIT udgør 13% af Net Revenues

Vækst på 2 % om året (lidt over inflationsniveau)

Selskabet har ikke nogen overført overskud. (Alt overskud er investeret eller udbetalt til kreditorerne)

Selskabet er finansieret med 20 % gæld til lav rente sikret i bygninger driftsmateriel etc. Målselskabet antages at have uudnyttede kreditmuligheder, således at det kan optage lån op til 40% til samme vilkår som eksisterende gæld.

Den risikofrie for beregning af afkastkrav til egenkapitalen antages, som argumenteret for under afsnit 15.2 at være på 3%.

Market Risk Premium 6,5 %³³

Baseret på en risikofri rente på 3%, β_a på 0,9 og en markedsrisikopræmie på 6,5 %, kan k_a beregnes til 8,85%.

Rente ved realkreditlån 2,5 %

Prime rate (PR) 3,25%

Værdi under eksisterende ejerskab Budget målselskab år 1	
Net revenues	1.020,00 kr.
Revenue growt rate	2,00%
EBIT	132,60 kr.
Tax rate	22,00%
Income taxes	29,17 kr.
NOPAT	103,43 kr.
+ Depreciation	30,60 kr.
- Change in working capital	2,00 kr.
- Capital expenditures	30,60 kr.
- Change in other assets	1,00 kr.
Free cash flows (FCF)	100,43 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%
Discount factor	1
Present value of FCF	100,43 kr.
Intrest expense	10,12 kr.
Interest tax shield	2,23 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%
Discount factor	1
Present value of tax shield	2,23 kr.
Terminal value FCF	1.466,10 kr.
Terminal value ITS	32,49 kr.
Operational value	1.498,59 kr.
Add: marketabel securities	- kr.
Total value	1.498,59 kr.
Less initial book debt	299,72 kr.
Value of equity	1.198,87 kr.
Sales price +20%	1.438,64 kr.

Tabel 16.1.1

³³ McKinsey estimere markedsrisikopræmien til at være ca. 5% (Koller et al., 2015, s. 286). Her benyttes RP på 6,5%

Gælden består af 50% realkreditlån og 50% driftslån sikret i andre aktiver en fast ejendom til prime rate + 1, hvilket giver en rentesats på 3,375 %³⁴.

Målselskabet antages at have rentebærende gæld på kr. 299,72 på overtagelsestidspunktet.

Selskabet har 10.000.000 aktier.

Baseret på ovenstående antagelser, estimeres markedsværdien af egenkapitalen under det eksisterende ejerskab til DKK 1.198,87 (se tabel 16.1.1).

16.2 Overtagelsen

Se bilag 1 for lån

Køber betaler 120 % af værdien af målselskabet under eksisterende ejerskab.

Investorerne indskyder 20% af købsprisen, de resterende 80% lånefinansieres, i form af lån i flere trancer, til forskellige renter, afspejlende deres indbyrdes rang i tilbagebetalings- og konkursordenen.

Rente laveste PR + 2% (lån 1, revolving credit)

Rente mellemste PR +3% (lån 2, senior term debt)

Rente højeste PR +5% (lån 3, efterstillet gæld eller mezzaninlån)

Nøgle lån	
Egenkapital	20,00%
Lån 1	10,00%
Lån 2	40,00%
Lån 3	30,00%

Tabel 16.2.1

Lån: Det antages at lån kan optages og omlægges omkostningsfrit. Selv om det ikke er en realistisk antagelse, gør den skattemæssige behandling af omkostninger i forbindelse med oprettelse, tinglysning etc. af lån (skattefradrag af stiftelsesomkostninger skal periodiseres og fordeles forholdsvis i forbindelse med afdrag), at det, for ikke at komplicere beregningerne unødvendigt, vil blive forudsat som udgangspunkt. Antagelsen vil ikke ændre på konklusionerne. Indregnes stiftelsesomkostningerne i modellen, vil det medføre en svag stigning af værdien af selskabet på grund af skattefradraget, og en ændring i fordelingen mellem ejere og långivere, till långivers favør.

Skat: Skatteskjoldet tilbagediskonteres med k_a , hvilket svare til en antagelse om at skatteskjoldet har samme risiko som det underliggende aktiv. Tilbagediskontering med k_d , medfører at den estimerede værdi af selskabet bliver højere. Tilbagediskontering med k_a sikre at der er overensstemmelse mellem APV-modellen og DCF modellen.

Gæld: Det antages for nemheds skyld, at målselskabet i basismodellen ikke optager yderligere rentebærende gæld i budgetperioden, men at selskabet refinansieres på salgstidspunktet til et mål for fremmedkapital på 40 % af selskabets værdi.

³⁴ For nemheds skyld, antages målselskabet at kun have et lån til en gennemsnitlig rentesats. Antagelsen er en forsimpning, men vil ikke have betydning for analysen.

Optagelse af gæld i budgetperioden af målselskabet, bliver modelleret i scenariet under debt push-down., i form af lånefinansieret ekstraordinær udbytteudlodning.

CapEx og afskrivninger: I budgetperioden udgør CapEx 2% af omsætningen mod 3% i år 0 og i terminalperioden. Det lavere CapEx, er et udtryk for optimering af selskabet drift. Afskrivninger og CapEx antages at være de samme i år 0 og terminalperioden. Der kan argumenteres for, at CapEx skal være større end afskrivninger over tid, for en virksomhed med vækst, idet det for de fleste produktionsformer, er nødvendigt at øge produktionsmateriellet for at kunne øge omsætningen. Dertil kommer at inflationen gør, at genanskaffelsesomkostningen for nedslidt produktionsmateriel normalt vil være højere end omkostningen for det materiel der udskiftes. CapEx = afskrivninger kan derfor ses som et udtryk for opnåede skalafordele, altså at produktionen forbedres når den vokser. Med lave inflationstal, må det anses som en acceptabel tilnærmelse til virkeligheden.

Overskydende likviditet: Det antages at al overskydende likviditet i budgetperioden går til at afdrage på akquisitionsgælden, således at de udbetales som udbytte til holdingselskabet. Det bryder ikke med forudsætningen i modellen, der netop antager at overskydende likviditet enten udbetales eller investeres i projekter med en nutidsværdi på nul. Selv om der kan være ikke-trivielle udgifter i holdingselskabet til revisorer, advokater o.lign. antages disse at være nul, for ikke at gøre modellen unødigt kompliceret.

EBIT: I budgetperioden forventes EBIT at stige til 15% af nettoomsætningen, hvorefter den falder til 14% i terminalperioden, altså 1% højere end under det tidligere ejerskab.

16.2.1 Værdiansættelse

I forbindelse med overtagelsen, er der projekteret et eksplicit lavet budget for målselskabet. 5 år frem, hvorefter det antages at selskabet går ind i en steady state, med konstant forventning til overskudsgrad, vækst osv. Selskabet refinansieres og sælges efter 5 år.

Terminalværdien, beregnes som

Beregning af Terminal Value FCF

$$Terminal\ value_{FCF} = \frac{FCF_{n+1}}{(K_a - g)} \quad \text{Ligning 16.2.1.1}$$

Tilsvarende beregnes terminalværdien af skatteskjoldet som

Beregning af Terminal Value Tax Shield

$$Terminal\ value_{TS} = \frac{TS_{n+1}}{(k_a - g)} \quad \text{Ligning 16.2.1.2}$$

Budget for målselskabet

APV Method with tax shield discounted at k_a							
	Year						
	0	1	2	3	4	5	n+1
Net revenues	1.000,00 kr.	1.060,00 kr.	1.123,60 kr.	1.191,02 kr.	1.262,48 kr.	1.338,23 kr.	1.378,37 kr.
Revenue growt rate	2,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	3,00%
EBIT	130,00 kr.	159,00 kr.	168,54 kr.	178,65 kr.	189,37 kr.	200,73 kr.	192,97 kr.
Tax rate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Income taxes	28,60 kr.	34,98 kr.	37,08 kr.	39,30 kr.	41,66 kr.	44,16 kr.	42,45 kr.
NOPAT	101,40 kr.	124,02 kr.	131,46 kr.	139,35 kr.	147,71 kr.	156,57 kr.	150,52 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	42,40 kr.	44,94 kr.	47,64 kr.	50,50 kr.	53,53 kr.	41,35 kr.
- Change in working capital	1,96 kr.	6,00 kr.	6,36 kr.	6,74 kr.	7,15 kr.	7,57 kr.	4,01 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	31,80 kr.	33,71 kr.	35,73 kr.	37,87 kr.	40,15 kr.	41,35 kr.
- Change in other assets	0,98 kr.	3,00 kr.	3,18 kr.	3,37 kr.	3,57 kr.	3,79 kr.	2,01 kr.
Free cash flows (FCF)	98,46 kr.	125,62 kr.	133,16 kr.	141,15 kr.	149,62 kr.	158,59 kr.	144,50 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of FCF	98,46 kr.	115,41 kr.	112,38 kr.	109,44 kr.	106,58 kr.	103,79 kr.	
Intrest expense	9,92 kr.	89,24 kr.	86,30 kr.	82,84 kr.	78,28 kr.	72,75 kr.	31,22 kr.
Interest tax shield	2,18 kr.	19,63 kr.	18,99 kr.	18,23 kr.	17,22 kr.	16,00 kr.	6,87 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of tax shield	2,18 kr.	18,04 kr.	16,02 kr.	14,13 kr.	12,27 kr.	10,47 kr.	
Operating relationships (as a % of revenues)							
EBIT	13,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	14,00%
NOPAT	10,14%	11,70%	11,70%	11,70%	11,70%	11,70%	10,92%
Depreciation	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Change in working capital*	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Capital expenditures	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	3,00%
Change in other assets*	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Free cash flow	9,84%	11,80%	11,80%	11,80%	11,80%	11,80%	10,47%
* % of revenue growth							

Tabel 16.2.1.1

Baseret på budgettet, forventes selskabet at generere følgende cash flow:

Cash flow							
	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5	
EBIT	130,00 kr.	159,00 kr.	168,54 kr.	178,65 kr.	189,37 kr.	200,73 kr.	
- Interest	- kr.	89,24 kr.	86,30 kr.	82,84 kr.	78,28 kr.	72,75 kr.	
EBT	130,00 kr.	69,76 kr.	82,24 kr.	95,81 kr.	111,09 kr.	127,99 kr.	
- Taxes	28,60 kr.	15,35 kr.	18,09 kr.	21,08 kr.	24,44 kr.	28,16 kr.	
Net Income	101,40 kr.	54,41 kr.	64,15 kr.	74,73 kr.	86,65 kr.	99,83 kr.	
+ Depreciation	30,00 kr.	42,40 kr.	44,94 kr.	47,64 kr.	50,50 kr.	53,53 kr.	
- change in working capital	1,96 kr.	6,00 kr.	6,36 kr.	6,74 kr.	7,15 kr.	7,57 kr.	
- Capital expenditures	30,00 kr.	31,80 kr.	33,71 kr.	35,73 kr.	37,87 kr.	40,15 kr.	
- change in other assets	0,98 kr.	3,00 kr.	3,18 kr.	3,37 kr.	3,57 kr.	3,79 kr.	
CFBDR	98,46 kr.	56,01 kr.	65,84 kr.	76,53 kr.	88,56 kr.	101,85 kr.	
- Principal repaid	- kr.	56,01 kr.	65,84 kr.	76,53 kr.	88,56 kr.	101,85 kr.	
Cash flow cushiun	98,46 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	
Equity	287,73 kr.	342,14 kr.	406,29 kr.	481,02 kr.	567,67 kr.	667,50 kr.	
Debt	1.450,64 kr.	1.394,63 kr.	1.328,79 kr.	1.252,26 kr.	1.163,70 kr.	1.061,85 kr.	
Total assets	1.738,36 kr.	1.736,77 kr.	1.735,07 kr.	1.733,27 kr.	1.731,36 kr.	1.729,35 kr.	
% debt	83,45%	80,30%	76,58%	72,25%	67,21%	61,40%	

Tabel 16.2.1.2

Baseret på ovenstående, estimeres værdien af egenkapitalen til DKK 2.021,70 i forbindelse med overtagelsen. (se tabel 16.2.1.3)

Værdiansættelse	
Terminal periode	
Terminal value FCF	2.470,02 kr.
Terminal value TS	132,11 kr.
Værdiansættelse	
PV FCF	547,60 kr.
PV TS	70,93 kr.
PV terminal value FCF	1.616,44 kr.
PV terminal value TS	86,46 kr.
Operational value	2.321,42 kr.
+ Marketable securities	- kr.
Total value	2.321,42 kr.
- Initial book debt	299,72 kr.
Value of equity	2.021,70 kr.
Shares outstanding	10,00
Intrinsic share price	202,17 kr.

Tabel 16.2.1.3

Afkastet for investorerne, beregnes som

$$ROIC = \left(\frac{\text{Justeret værdi af egenkapital}_{n+1}}{\text{Investerings}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \quad \text{Ligning 16.2.1.1.}$$

Værdi på salgstidspunktet er det samme som den ikke-tilbagediskonterede terminalværdi af det frie cash flow FCF og skatteskjoldet.

Den justeret værdi af egenkapitalen, er beregnet som værdien af egenkapitalen justeret for restgæld og refinansiering på salgstidspunkter, der antages at være primo år n+1, altså efter 5 års ejerskab.

Sætter vi tallene fra tabel 16.2.1.4 ind i ligning 16.2.1.1 kan afkastet på ejernes investering beregnes til

Afkast for investorerne	
Værdi salgstidspunkt	2.602,13 kr.
- Refinansiering	1.040,86 kr.
Værdi equity	1.561,27 kr.
Justering for restgæld	
- Restgæld	1.061,85 kr.
+ Refinansiering	1.040,86 kr.
Afkast	1.540,29 kr.
Investerings	287,73 kr.
ROIC	39,87%
Aktiekurs	156,13 kr.
Gældsgrad D/(D+E)	40,00%

Tabel 16.2.1.4

$$ROIC = \left(\frac{1.540,29}{287,73} \right)^{\frac{1}{5}} - 1 = 39,87\% \quad \text{Ligning 16.2.1.2}$$

16.2.2 Diskussion

Et afkast på knap 40% på egenkapitalen må antages at være tilfredsstillende for en LBO, selv med en initial gældsgrad på 83,45%

Beta for egenkapitalen, kan beregnes til

$$\beta_e = 0,9 \times \left(1 + \frac{1.450,64 \times (1 - 0,22)}{287,73} \right) = 4,439$$

Hvilket ved hjælp af giver et afkastkrav på egenkapitalen

$$k_e = 0,03 + 4,439 \times 0,065 = 31,86\%$$

Afkastet opfylder altså investorernes afkastkrav til investeringen, på trods af de begrænsninger selskabsloven opstiller. I afsnit 17.2 påvises det, at effekten af den ændrede kapitalstruktur, ikke i sig selv er nok til at gøre investeringen rentabel.

17 Selvfinansieringsforbuddets indvirkning på modellen

17.1 Indledning

For at test selvfinansieringsforbuddets indvirkning på værdiansættelsen, vil værdien af målselskabet blive estimeret under forskellige antagelser.

Først vil den rene effekt af den ændrede kapitalstruktur blive simuleret, både under antagelse om samme købspris som i ovenstående, altså 20% præmie på værdien under det tidligere ejerskab, samt under forudsætning af, at selskabet blev overtaget til præcis den beregnede pris under det tidligere ejerskab.

Derefter beregnes værdien under antagelsen om, at selskabsloven ikke opstiller nogle begrænsninger for at bruge målselskabet til at finansierer overtagelser, hvorfor al gæld bliver placeret i målselskabet.

I næste scenarie, vises det, at frie reserver i målselskabet ikke påvirker værdien, hvis disse udbetales til sælger *før* overtagelsen, og kun begrænset betydning hvis de udbetales til de nye ejer *efter* overtagelsen.

Til sidst beregnes effekten på selskabet estimerede værdi, af et efterfølgende debt push-down.

17.2 Ren effekt af ændret kapitalstruktur

Se bilag 2 A for budget og cash flow

Se blig 2 B for lån

Købspris som i grundmodellen.

For at fokusere på den rene effekt på værdiansættelsen den ændrede kapitalstruktur medfører, analyseres ændringen af den estimerede værdi af selskabet, grundet den øgede gældsgrad, men med uændrede overskudsgrad, afskrivninger CapEx strategi etc. og med samme købspris på 20% over markedsprisen på egenkapitalen under det eksisterende ejerskab.

17.2.1 Resultat

Som det fremgår af beregningerne, vil nutidsværdien af egenkapitalen ikke retfærdiggøre at der betales en præmie på 20 % af værdien af selskabet under det eksisterende ejerskab.

Det forventede afkast for investorerne, målt på ROIC vil være på 8,37%, altså under afkastkravet på det ugearede selskab, og langt under afkastkravet på egenkapitalen, ved så høj gældsgrad.

Forklaringen er, at de lave renter sammen med den lave danske selskabsskat på 22% tilsammen ikke generere tilstrækkeligt med ekstra cash flow for selskabet.

Værdiansættelse	
Terminal periode	
Terminal value FCF	1.618,70 kr.
Terminal value TS	73,36 kr.
Værdiansættelse	
PV FCF	406,79 kr.
PV TS	73,85 kr.
PV terminal value FCF	1.059,31 kr.
PV terminal value TS	48,01 kr.
Operational value	1.587,97 kr.
+ Marketable securities	- kr.
Total value	1.587,97 kr.
- Initial book debt	299,72 kr.
Value of equity	1.288,25 kr.
Shares outstanding	10,00
Intrinsic share price	128,82 kr.

Tabel 17.2.1

Afkast for investorerne	
Værdi salgstidspunkt	1.692,06 kr.
- Refinansiering	676,83 kr.
Værdi equity	1.015,23 kr.
Justering for restgæld	
- Restgæld	1.262,05 kr.
+ Refinansiering	676,83 kr.
Afkast	430,01 kr.
Investering	287,73 kr.
ROIC	8,37%
Aktiekurs	101,52 kr.
Gældsgrad D/(D+E)	40,00%

Tabel 17.2.2

17.3 Købspris lig med værdi under eksisterende ejerskab

Se bilag 2 C for budget og cash flow

Se bilag 2 D for lån

Hvis overtagelsen ikke sker til overkurs, vil ROIC i stedet være på 23,12%. Et afkast på den investerede kapital på 23,12%, vil i de fleste situationer være ganske tilfredsstillende. I en LBO transaktion, er det dog næppe tilfredsstillende.

17.3.1 Diskussion

Selv med en købspris svarende til værdiansættelsen under det eksisterende ejerskab, vil det forventede afkast ikke være stort nok til at retfærdige den risiko. β_e for år 1 kan beregnes til 4,586, hvilket giver et k_e på 32, 81%

Selv om kravet til egenkapitalafkastet falder, når gearing falder som følge af afdrag på gælden, vil det forventede afkast ikke være tilstrækkeligt til at tilfredsstille investorerne.

Værdiansættelse	
Terminal periode	
Terminal value FCF	1.618,70 kr.
Terminal value TS	73,37 kr.
Værdiansættelse	
PV FCF	406,79 kr.
PV TS	61,52 kr.
PV terminal value FCF	1.059,31 kr.
PV terminal value TS	48,01 kr.
Operational value	1.575,64 kr.
+ Marketable securities	- kr.
Total value	1.575,64 kr.
- Initial book debt	299,72 kr.
Value of equity	1.275,92 kr.
Shares outstanding	10,00
Intrinsic share price	127,59 kr.

Tabel 17.3.1

Afkast for investorerne	
Værdi salgstidspunkt	1.692,06 kr.
- Refinansiering	676,87 kr.
Værdi equity	1.015,19 kr.
Justering for restgæld	
- Restgæld	1.013,76 kr.
+ Refinansiering	676,87 kr.
Afkast	678,31 kr.
Investering	239,77 kr.
ROIC	23,12%
Aktiekurs	101,52 kr.
Gældsgrad D/(D+E)	40,00%

Tabel 17.3.2

Beregning af beta på egenkapitalen

$$\beta_e = 0,9 \times \left(1 + \frac{1258,82 \times (1 - 0,22)}{239,77} \right) = 4,586$$

Ligning 17.3.1.1

Beregning af egekapitalomkostningerne

$$k_e = 4,586 \times 0,065 + 0,03 = 32,81\%$$

Ligning 17.3.1.2

17.4 Al gæld i målselskab

Se bilag 3 A for budget og cash flow

Se bilag 3 B for lån

Hvis der ikke selskabsloven stillede begrænsninger for placeringen af gælden, således at den kunne placeres udelukkende i målselskabet, vil investorerne være i stand til at opnå bedre lånevilkår, i form af lavere rente og bedre vilkår tilknyttet lånet. I det det kan være vanskeligt at værdiansætte mindre strikse klausuler tilknyttet en lånefacilitet, modelleres det som udelukkende at medføre lavere rentekomkostninger. Men det skal holdes i minde, at de lavere rentesatser, skal ses som generelt lavere fremmedkapitalomkostninger.

I beregningen, antages det at målselskabet kan optage lån op til 40% af selskabets værdi til samme gennemsnitlige vilkår, som den eksisterende gæld, altså til en rente på 3,375%. Derudover antages det, at alt yderligere gæld kan optages til 1% lavere rente, en tilsvarende lån placeres i holdingselskabet. Lånearrangementet fremgår af bilag 3B.

17.4.1 Diskussion

I CAPM modellen, antages det, at virksomheden kan låne til den risikofrie rente. I realiteten er det ikke muligt for virksomhederne at låne til den risikofrie rente, især ikke, når gælden er placeret uden for driftsselskabet, og det således ikke er muligt for långiver at opnå sikkerhed i driftsselskabets aktiver.

Ved beregning af selskabets værdi med APV-metoden, vil selskabets værdi stige, når renten på gælden stiger. Afkastet for kapitalejerne vil dog falde, med at lavere ROIC ved højere renter.

Modellen tager dog ikke tilstrækkeligt hensyn til den ekstra risiko, som investorerne udsættes for, når renter stiger.

Beregner vi selskabets gearede beta β_e , kan vi se at det ikke ændrer sig når renten stiger, hvilket vil indikere, at egenkapitalafkastskravet er uændret ved højere rentesatser forårsaget af den øgede risiko som selskabets kreditorer udsættes for på grund af den strukturelle efterstilling, når

Værdiansættelse	
Terminal periode	
Terminal value FCF	2.470,02 kr.
Terminal value TS	132,11 kr.
Værdiansættelse	
PV FCF	547,60 kr.
PV TS	48,28 kr.
PV terminal value FCF	1.616,44 kr.
PV terminal value TS	86,46 kr.
Operational value	2.298,77 kr.
+ Marketable securities	- kr.
Total value	2.298,77 kr.
- Initial book debt	299,72 kr.
Value of equity	1.999,05 kr.
Shares outstanding	10,00
Intrinsic share price	199,90 kr.

Tabel 17.4.1

Afkast for investorerne	
Værdi salgstidspunkt	2.602,13 kr.
- Refinansiering	1.040,86 kr.
Værdi eqity	1.561,27 kr.
Justering for restgæld	
- Restgæld	958,15 kr.
+ Refinansiering	1.040,86 kr.
Afkast	1.643,99 kr.
Investering	287,73 kr.
ROIC	41,70%
Aktiekurs	156,13 kr.
Gældsgrad D/(D+E)	40,00%

Tabel 17.4.2

gælden er placeret i holdingselskabet. Årsagen er, at modellen ikke tager hensyn til, at der er risiko ved gæld.

Cohen (Cohen, 2007) anbefaler, at beta β_e justeres for risikoen ved gælden, ved at justere D/E, med risikoen ved gæld, defineret som de vægtede fremmedkapitalsomkostninger i forhold til den risikofrie rente k_d/RF .

Cohens equation

$$\beta_l = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E} \times \frac{k_d}{RF} \times (1 - T) \right) \quad \text{Ligning 17.4.1.1}$$

Justeret for risikoen ved gæld, kan vi se, at forskellen i k_e ændrer sig dramatisk, hvis gælden i stedet kan placeres i målselskabet.

Under de i eksemplet benyttede forudsætninger, ændrer k_e ved overtagelsestidspunktet sig fra 56,02% til 43,20%, hvorimod de ikke-justerede egenkapitalsomkostninger er uændret ved 31,86%.

Det viser sig også ved WACC'en hvor den går fra 13,28% til 10,07%.

Selv om den traditionelle beregning af egenkapitalafkastkravet ikke fanger ændringen i kravet grundet de placeringen af gælden i målselskabet, vil afkastkravet dog hurtigere falde, grundet den hurtigere afvikling af gælden og det dermed lavere afkastkrav den lavere gearing medfører.

17.5 Udbetaling af udbytte

17.5.1 Udbytte af frie reserver til eksisterende kapitalejere før overtagelse

Hvis selskabet har frie reserver på tidspunktet for overtagelsen, vil værdien af disse blive lagt til prisen krone for krone. Ved at udbetale de frie reserver til de eksisterende kapitalejere før overtagelsen, vil det mindske købesummen med præcis det samme beløb, hvilket vil betyde at den gæld som køber er nødt til at optage vil blive formindsket. Da der både skal betales renter og oprettelsesgebyr samt udgifter til eventuel tinglysning osv. vil køber være villig til at betale mere for den værdi der skyldtes kapitalstrømmen. Derfor vil det være fordelagtigt for sælger, at tømme selskabet for frie reserver, inden overtagelsen.

Det bemærkes at den estimerede værdi af selskabet vil gå ned, da den lavere pris for selskabet vil medføre lavere renteudgifter, og dermed mindre skatteskjold. Men den del af kapitalstrømmen der tilfalder ejerne vil være større.

17.5.2 Udbytte af frie reserver til nye kapitalejere efter overtagelse

Se bilag 4 A for budget of cash flow

Se bilag 4 B for lån

Sammen argumentation som ovenstående gør sig gældende. Dog vil køber være nødt til at finansiere overtagelsen af de frie reserver med et kortfristet lån (revolving credit) hvis de frie reserver ikke udbetales til de tidligere kapitalejere før overtagelsen. Det vil alt andet lige, medføre at køber vil være villig til at betale mindre for selskabet.

Hvis selskabet er overtaget ved opkøb af kapitalandele i markedet, er det ikke altid muligt at foretage udbyttebetaling før overtagelsen, om end reglerne for ekstraordinært udbytte der blev indført med lov nr. 226 af 31. marts 2004, har øget muligheden for at udlodde selskabets frie midler, inden en virksomhedsoverdragelse.

For at beregne konsekvensen af at udbetale de frie midler efter overtagelsen, introduceres der transaktionsomkostninger i modellen. Transaktionsomkostningerne introduceres kun for den ekstra gæld, der må optages kortvarigt, for at finansiere værdien af de frie midler, når disse ikke udloddes for overtagelsen. Det antages at der er en udgift på 2% af låneomkostningerne til stiftelse og tinglysning etc. på den yderligere gæld. Da gælden kun er meget kortvarig, fra overtagelse og indtil det tidligste tidspunkt, hvor der lovligt kan udbetales udbytte, vil de ekstra renteudgifter være meget beskedne. Den ekstra udgift kommer primært fra stiftelsesomkostningerne. For et kortvarigt lån, vil det ofte være tilsagnsprovisionen, der vil medføre omkostninger.

17.5.2.1 Diskussion

Som de ses af de to foregående eksempler, vil det være fordelagtigt at udbetale eventuelle frie reserver til de eksisterende kapitalejere før overtagelsen, da det vil reducere købers behov for finansiering, uden at det vil medføre noget tab for de eksisterende ejere. Køber vil til gengæld spare de ekstra omkostninger til finansiering indtil en efterfølgende udbytteudlodning kan finde

Værdiansættelse	
Terminal periode	
Terminal value FCF	2.470,02 kr.
Terminal value TS	132,11 kr.
Værdiansættelse	
PV FCF	547,60 kr.
PV TS	71,87 kr.
PV terminal value FCF	1.616,44 kr.
PV terminal value TS	86,46 kr.
Operational value	2.322,35 kr.
+ Marketable securities	200,00 kr.
Total value	2.522,35 kr.
- Initial book debt	499,72 kr.
Value of equity	2.022,63 kr.
Shares outstanding	10,00
Intrinsic share price	202,26 kr.

Tabel 17.5.2.1

Afkast for investorerne	
Værdi salgstidspunkt	2.602,13 kr.
- Refinansiering	1.040,86 kr.
Værdi equity	1.561,27 kr.
Justering for restgæld	
- Restgæld	1.065,56 kr.
+ Refinansiering	1.040,86 kr.
Afkast	1.536,58 kr.
Investering	287,73 kr.
ROIC	39,80%
Aktiekurs	156,13 kr.
Gældsgrad D/(D+E)	40,00%

Tabel 17.5.2.2

sted. Hvorledes den ekstra værdi der tilfalder kapitalejerne fordeles mellem de eksisterende og de nye kapitalejere, vil til dels være en forhandlingssag,

Det falder også i god tråd med rationalet bag at indføre muligheden for ekstraordinært udbytte med lovændringen i

17.6 Debt push down

Se bilag 5 A for budget og cash flow

Se bilag 5 B for lån

Det antages at senior debt skubbes ned i målselskab umiddelbart efter overtagelsen, til samme rente som eksisterende gæld i målselskabet, svarende til en rette på 3,375%. Den resterende gæld forbliver i holdingselskabet til uændrede vilkår.

Det antages yderligere, at der ikke er transaktionsomkostninger i forbindelse med overførslen af gælden til målselskabet, f.eks. fordi omkostningerne allerede var indberegnet i låneaftalen.

17.6.1 Diskussion

Som det fremgår af beregningerne, kan værdien af investeringen stige ikke ubetydeligt, ved at skubbe gælden ned i målselskabet. I simulationen blev kun senior debt overført til målselskabet, men under forudsætning af lavere renter ved gæld placeret i målselskabet, frem for i holdingselskabet, kan det konstateres, at det vil være fordelagtigt, at løbende overfører gæld fra holdingselskabet til målselskabet, i det omfang, det kan gøres under iagttagelse af selvfinansieringsforbuddet samt de øvrige regler i selskabsloven, med yderligere stigning i afkastet på egenkapitalen til følge.

Afkastet på egenkapitalen i situationen, hvor kun kapitalstrukturen ændres og der betales en præmie på 20% af værdien af selskabet under det tidligere ejerskab, kan beregnes til 34,03%³⁵, hvilket vil være lige nok til at gøre investeringen rentabel.

Værdiansættelse	
Terminal periode	
Terminal value FCF	2.470,02 kr.
Terminal value TS	132,11 kr.
Værdiansættelse	
PV FCF	547,60 kr.
PV TS	54,56 kr.
PV terminal value FCF	1.616,44 kr.
PV terminal value TS	86,46 kr.
Operational value	2.305,05 kr.
+ Marketable securities	- kr.
Total value	2.305,05 kr.
- Initial book debt	299,72 kr.
Value of equity	2.005,33 kr.
Shares outstanding	10,00
Intrinsic share price	200,53 kr.

Tabel 17.6.1

Afkast for investorerne	
Værdi salgstidspunkt	2.602,13 kr.
- Refinansiering	1.040,86 kr.
Værdi equity	1.561,27 kr.
Justering for restgæld	
- Restgæld	986,28 kr.
+ Refinansiering	1.040,86 kr.
Afkast	1.615,86 kr.
Investering	287,73 kr.
ROIC	41,22%
Aktiekurs	156,13 kr.
Gældsgrad D/(D+E)	40,00%

Tabel 17.6.2

³⁵ Pladsmangel gør, at det ikke kan vises.

17.7 Kapitalnedsættelse

For at mindske kapitalbehovet for køber, kan kapitalsekskabet vælge at nedsætte selskabskapitalen og udbetale beløbet til kapitalejerne.

Ved en kapitalnedsættelse, skal proceduren SL §§ 185-193 følges, herunder at kreditorerne skal opfordres til at anmelde deres krav til selskabet, jf. SL § 192, stk. 1, hvis kapitalnedsættelsen udbetales til kapitalejerne.

17.7.1 Kapitalnedsættelse eksisterende kapitalejere før overtagelse

En kapitalnedsættelse før overtagelse, har samme effekt på købspris og finansieringsbehov for køber, som en udbyttebetaling til de eksisterende kapitalejere, hvorfor der henvises til afsnit 16.5.1

17.7.2 Kapitalnedsættelse nye kapitalejere efter overtagelse

Efterfølgende kapitalnedsættelse, har samme effekt på købspris og finansieringsbehov for køber, som en efterfølgende udbyttebetaling til køber, hvorfor der henvises til afsnit 17.5.2:

17.8 Tilbagekøb af kapitalandele

I stedet for at udbetale selskabets frie midler som udbytte, kan selskabet vælge at tilbagekøbe kapitalandele. Hvis der ikke er investorskattet, vil udbytteudlodning og tilbagekøb af kapitalandele være ækvivalente. Hvorvidt selskabet skal vælge udbytte eller tilbagekøb af kapitalandele, afhænger primært af skatteforhold.

Ved at tilbagekøbe kapitalandele i stedet for at udbetale udbytte til de eksisterende kapitalejere, har kapitalejerne mulighed for at vælge at sælge deres kapitalandele, hvis de ønsker at realisere deres investering, eller at beholde deres kapitalandele og lade andre kapitalejere sælge en større andel.

I forbindelse med en LBO, hvor køber søger at erhverve samtlige kapitalandele, vil samtlige kapitalejere ende med at sælge deres kapitalandele, hvorfor ovenstående betragtning ikke er relevant. Dertil kommer, at de kapitalejere der lader sig indløse i forbindelse med kapitalnedsættelsen, ikke nyder godt af en eventuel overkurs som køber måtte ende med at betale for erhvervelsen. Dette har særligt betydning for børsnoterede selskaber, hvor køber i forbindelse med et overtagelsestilbud, er forpligtiget til at betale samme pris for kapitalandelene til samtlige kapitalejere.

17.8.1 Tilbagekøb fra de eksisterende kapitalejere

Tilbagekøb af kapitalandele før overtagelse, har samme effekt på købspris og finansieringsbehov for køber, som en udbyttebetaling til de eksisterende kapitalejere, hvorfor der henvises til afsnit 17.5.1

17.8.2 Tilbagekøb fra de nye kapitalejere

Tilbagekøb af kapitalandele efter overtagelsen, har samme effekt på købspris og finansieringsbehov for køber, som en efterfølgende udbyttebetaling til køber, hvorfor der henvises til afsnit 17.5.2:

17.9 Generelle bemærkninger

Selvom stigende renteudgifter øger værdien af selskabet på grund af det øgede skattefradrag, er det intuitivt forkert at anse øgede renteudgifter, der skyldtes højere rentesatser som långiver kræver grundet den lavere kreditværdighed når der kun kan stille sikkerhed i kapitalandele, for værdifulde for kapitalejerne. Det viser sig da også, at værdien af selskabet kun stiger med skattesatsen af de øgede renteudgifter, mens den del af kapitalstrømmen som kapitalejerne må overgive til kreditorerne, stiger med de fulde ekstra renteomkostninger. Samtidig vil kapitalejerne være nødt til at investere det samme beløb (i teorien mere, da selskabet er mere værd, dog vil kapitalejerne ikke være villige til at betale mere for at få mindre), men med et mindre afkast.

17.10 Konsekvens for de eksisterende kreditorer

Så længe akquisitionsgælden ligger i holdingselskabet, har det ikke stor betydning for de eksisterende kreditorer. Markedsværdien af de eksisterende gæld vil kun falde lidt grundet de indirekte konkursomkostninger, altså de handlinger der ikke isoleret set er optimale for selskabet værdi, men som foretages for at undgå at holdingselskabet kommer i betalingsmisligholdelse i forhold til deres kreditorer. Det skyldtes at holdingselskabets kreditorer er strukturelt efterstillet og de eksisterende kreditorer har altså forlods ret til at fyldestgøre sig i konkursmassen.

Anderledes forholder det sig hvis gælden skubbes ned i målselskabet ved hjælp af et debt push down. Ikke sikrede kreditorer vil kun være sikret som massekrav. Være bliver det, hvis akquisitionsgælden skubbes ned i målselskabet og der sikres med pant i aktiver.

Kreditorer der ikke har mulighed for at sikre sig, som f.eks. SKAT, vil derfor får forringet deres mulighed for fyldestgørelse.

I det omfang der sker en voldsom forøgelse af selskabets gæld, vil det selvsagt have en større påvirkning. Værst er det ved debt push down, hvor det optagede lån udbetales som lånefinansieret udbytte betaling, da midlerne der vil have endeligt forladt selskabet. [Mulighed for omgørelse hvis udbytte udbetalt i strid med reglerne, forstået som at der efter udbetalingen ikke længere var et forsvarligt kapitalberedskab.]

Flere undersøgelser har vist (Lehn & Poulsen, 1989), at tabet for de eksisterende långivere er relativt beskedent.

17.10.1 Beregning af værdi af gæld efter debt push down

Et simpelt eksempel kan illustrere dette. Antager vi at selskabets obligationer udbetaler en rente på 8% p.a., og at den svare præcis til afkastkravet på gælden før overtagelsen, givet selskabets

risiko på tidspunktet, men at den efterfølgende øgede gældsgrad medfører at obligationsejerne afkastkrav for at holde obligationen nu er 10%, kan det implicitte tab beregnes.

Værdi af hovedstol rente lig med afkastkrav

$$PV = \frac{100}{(1 + 0,08)^{10}} = 46,32 \quad \text{Ligning 17.10.1.1}$$

Værdi af annuitet rente lig med afkastkrav

$$\text{Annuity PV} = 8 \times \frac{\left(1 - \frac{1}{(1 + 0,08)^{10}}\right)}{0,08} = 53,68 \quad \text{Ligning 17.10.1.2}$$

Værdi af hovedstol når afkast krav er 10% og rente er 8%

$$PV = \frac{100}{(1 + 0,1)^{10}} = 38,55 \quad \text{Ligning 17.10.1.3}$$

Værdi af annuitet når afkastkrav er 10% og rente er 8%

$$\text{Annuity PV} = 8 \times \frac{\left(1 - \frac{1}{(1 + 0,1)^{10}}\right)}{0,1} = 49,16 \quad \text{Ligning 17.10.1.4}$$

Værdi af obligation er derfor efterfølgende $38,55 + 49,16 = 87,71$, svarende til et tab på 12,29%.

Warge og Welch (Warga & Welch, 1993, s. 2) fandt, at obligationsejerne i gennemsnit tabte mellem 6,5 og 7,3 % efter en LBO. Altså noget mindre end eksemplet,

18 Integreret delkonklusion

Sambeskatning gør, at skatteskjoldet kan udnyttes selv om gælden ikke er placeret i driftsselskabet, men den strukturelle efterstilling, sammenkoblet med forbuddet mod at stille sikkerhed for akquisitionsgælden, medfører at fremmedkapitalsomkostningerne er højere når gælden er placeret væk fra kapitalstrømmen.

Ved at flytte gælden ned i målselskabet, skabes der merværdi både for de eksisterende kapitalejere og for køber, afhængig af hvordan de deler merværdien. Banken vil miste renteindtægter, men såfremt rentesatsen afspejler den reelle risiko ved at gælden er placeret forskellige steder, vil banken være lige så godt stillet, da de tabte renteindtægter modsvares at et mindre forventet tab, hvis selskabet går konkurs, eller på anden måde ikke er i stand til at betale hele gælden.

En anden, overset vinder, er skattevæsenet, og dermed samfundet generelt, da rentefradraget bliver mindre og selskabet derfor vil svare mere i skat af den samme omsætning.

Under de, unægtelig forsimplede, forudsætninger i modellen, var forskellen i afkast for kapitalejerne ved at akkvisitionsgælden var placeret udelukkende i holdingselskabet (ROIC = 39,87), ved en efterfølgende debt push-down (ROIC = 41,22) eller ved at al gæld var placeret i målselskabet fra start (ROIC = 41,70), ikke nævneværdigt stor. Især forskellen mellem de to sidste er så trivial, at den ligger inden for usikkerheden som en værdiansættelse nødvendigvis har, når den er baseret på antagelser om fremtiden.

De eneste tabere, syntes at være de eksisterende kreditorer, i det omfang, der ikke er klausuler tilknyttet gælden, der medfølger at gælden forfalder eller på anden måde skal genforhandles, i tilfælde af ejerskifte eller øget gældsoptagelse på selskabs- eller koncernniveau, således at långiver kan kompensere for den øgede risiko.

Som det også fremgår af beregningerne, vil det være optimalt af udbetale udbytte til de eksisterende kapitalejere, før overtagelsen, om end forskellen ikke vil være stor, idet det må formodes, at køber og dennes långivere, kan forudse, i hvilket omfang, det vil være muligt at udbetale frie midler efter overtagelsen.

19 Konklusion

Reglerne for udbytte, nedsættelse af selskabskapitalen og tilbagekøb af egne kapitalandele for målselskabet, vurderes at være tilstrækkelige til at sikre at markedet for LBO'er ikke vil blive væsentlig begrænset af selvfinansieringsforbuddet.

De nuværende muligheder for efterfinansiering, særligt muligheden for debt push-down, medfører at det vurderes, at selvfinansieringsforbuddet ikke medføre væsentligt forringelse af værdiestimatet i forbindelse med en LBO, idet undtagelsen af udbyttereglerne, herunder særligt muligheden for ekstraordinært udbytte, fra forbuddet, medfører at begrænsningen for at benytte målselskabet som kilde til finansieringen, mere er begrænset af, hvad der må anses for forsvarligt i forhold til selskabets finansielle situation, end af selvfinansieringsforbuddet. Ved udbytteudlodning, forlader midlerne definitivt selskabet, hvilket kan være til ulempe for målselskabet, og vil skade dets finansielle soliditet, hvorimod et koncernlån bliver i målselskabet i form af et tilgodehavende (Kure, 2011, s. 302), men i forbindelse med en LBO, vil det ikke gøre nogen væsentlig forskel, idet lånet vil skulle betales tilbage med midler udloddet fra målselskabet til køber.

Selvfinansieringsforbuddet forhindrer stadig målselskabet i at stille sikkerhed for akkvisitionslånet, efter overtagelsen, hvis ikke det kan ske inde for de frie midler, hvilket begrænser muligheden for at opnå optimale vilkår, herunder især rentesats, for fremmedfinansieringen for så vidt angår akkvisitionslånet. Det skønnes at reglerne for ansvarlig selskabsledelse og forsvarlig kapitalberedskab, sammen med långivers mulighed for at tage forbehold for ejerskifte eller andre forhold, der kan påvirke långivers vurdering af låneforholdet, burde være tilstrækkeligt til, at sikre selskabets kreditorer.

Det vurderes, at regler for lovlig selvfinansiering ikke vil have stor betydning for Leveraged Buy-outs, da kun selskabets frie midler, kan anvendes til lovlig selvfinansiering. Da de frie midler øger selskabets pris tilsvarende, er den optimale løsning at udbetale disse til de eksisterende kapitalejere før overtagelsen. Hvis overtagelsen ikke sker i samarbejde med de eksisterende kapitalejere og de ikke vil medvirke til en slankning af balancen, er det optimale i stedet at udbetale midlerne efter overtagelsen, i form af ekstraordinært udbytte, efter SL § 182.

De lave renter der har været normen i en årrække koblet med den lave danske selskabsskat, medfører at skatteskjoldet er en mindre væsentlig kilde til finansiering af overtagelsen, især når gælden er risikobehæftet. Som det blev vist under afsnit 17, vil det være nødvendigt også at optimere driften, for at en LBO er rentabel.

20 Forkortelser

APV	Adjusted Present Value
CapEx	Capital Expenditures
CFBDR	Cash Flow Before Debt Repayment
CIBOR	Copenhagen Interbank Offered Rate
CoC	Change of Control (klausul)
DCF	Discounted Cash Flow
FCF	Free Cash Flow
Libor	London Interbank Offered Rate
LBO	Leveraged Buy-Out
MAC	Major Adverse Change (klausul)
NPV	Net Present Value
WACC	Weighted Average Cost of Capital

21 Litteratur

- Bagley, C. E. (2017). *Managers and the Legal Environment* (9th editio). Cengage Learning Inc.
- Black, F., & Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637–654. <https://doi.org/10.1086/260062>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (10. editio). McGraw-Hill/Irwin.
- Bunch, L., & Christensen, J. S. (2011). Selskabets egeninteresse - navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler. *Ugeskrift for Retsvæsen, U.2011B.1*.
- Bunch, L., & Nielsen, J.-C. (2008). Selskabslovgivningens forbud mod selvfinansiering. *Revision & Regnskabsvæsen, RR.2008.12*(12).
- Bunch, L., & Whitt, S. C. (2018a). FUSION AF KAPITALSELSKABER. I *Selskabsloven med kommentarer* (3. udgave, s. 1713). Karnov Group Denmark A/S, København.
- Bunch, L., & Whitt, S. C. (2018b). Kapitel 12: Egne kapitalandele. I *Selskabsloven med kommentarer, 3. udgave*. Karnov Group Denmark A/S, København.
- Bunch, L., & Whitt, S. C. (2018c). Selvfinansiering. I *Selskabsloven med kommentarer*.
- Cohen, R. D. (2007). Incorporating Default Risk into Hamada's Equation for Application to

- Capital Structure. *Wilmott Magazine*, 62–68.
- Danmarks Nationalbank. (2018). *Analyse Danmarks Nationalbank - Finansiell Stabilitet - 2. halvår 2018*.
- Danmarks Statistik. (2020). EU-harmoniseret forbrugerindeks februar 2020. *NYT fra Danmarks Statistik*, 111, 2.
- Erhvervsstyrelsen. (2019). *Vejledning om fusioner i henhold til selskabsloven*.
- Ferran, E., & Ho, L. C. (2014). Financial Assistance. I *Principle of Corporate Finance Law* (s. 466). Oxford Scholarship Online.
- Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. (2003). *Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele*.
- Hansen, J. E., & Lundgren, C. (2002). *Køb og salg af virksomheder* (2. udgave). Nyt Juridisk Forlag.
- Illum, M., & Andersen, B. K. (2007). Akkvisitionsfinansiering - herunder debt-push-down i et selskabsretligt perspektiv. *Erhvervsjuridisk Tidsskrift*, 4.
- Jenkins, T. R. H. L., Althaus, F. R., Bingen, E. A., Brown, L., Erskine, G., Gower, L. C. B., Lawson, W. H., Lumsden, J. A., & Mackinnon, K. W. (1962). *Report of the Company Law Committee*.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Karnovs kommenterede selskabslov*, (2020) (testimony of Karnov).
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation* (6th editio). Wiley.
- Kure, H. (2011). Lovlig selvfinansiering. *Ugeskrift for Retsvæsen*, U.2011B.293, 293–302.
- Kure, H. (2018). *Finansieringsret* (2. udgave). Karnov Group Denmark A/S, København.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance*, XLIV(3), 771–787.
- Lenos, T., & Mason, S. P. (2001). Valueing Managerial Flexibility. I E. S. Schwartz & L. Trigeogis (Red.), *Real Options and Investment under Uncertainty* (s. 857). The MIT Press.
- Lund-Andersen, J. (2012). Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering. *Ugeskrift for Retsvæsen*, U.2012B.119, 1–6.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1992). *Economics, Organization & Management* (Internatio). Prentice Hall, Inc.
- Modigliano, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Petersen, C. V., & Plensborg, T. (2003). Værdiansættelsesmodeller - Et overblik over modeller til værdiansættelse. *Revision & Regnskabsvæsen*, RR.2003.09.0024.
- Petersen, C. V., & Plensborg, T. (2004). Kapitalindkomstudtryk i en verden med selskabs- og investorskatte og risiko på gæld og egenkapital. *Finans/invest*, 03, 17–23.
- PFA. (2020). *Skatteguide 2020*.

- Ross A., S., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2000). *Fundamentals of Corporate Finance* (Fifth Edit). Irwin McGraw-Hill.
- Schaumburg-Müller, P., & Werlauff, E. (2019). *Børs- og kapitalmarkedsret* (6. udgave). Djøf Forlag.
- Serup, M. (1996). Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet. *Ugeskrift for Retsvæsen*, u.1196.B.72, 72–83.
- Skat. (2003). *Den danske selskabsskattesatsreduktion og baseudvidelse*.
- Steffensen, H., Bunch, L., Nielsen, J.-C., & Booker, T. (2014). *Transaktioner i selskaber*. Karnov Group Denmark A/S, København.
- Thomsen, S. H., & Kruhl, M. C. (2011). Selvfinansiering & fusion. *NTS*, 3, 54–65.
- von Eyben, B., Mortensen, P., & Sørensen, I. (2016). *Lærebog i obligationsret II* (4. udgave). Karnov Group Denmark A/S, København.
- Warga, A., & Welch, I. (1993). Bondholder Losses in Leveraged Buyouts. *The Review of Financial Studies*, 6(4), 959–982.
- Werlauff, E. (2001). Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv. *Ugeskrift for Retsvæsen*, U.2001B.38.
- Werlauff, E. (2006). Selvfinansieringsforbud contra lex specialis. *Ugeskrift for Retsvæsen*, U.2006B.36, 5.
- Weston, F., Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (2014). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance* (Pearson Ne). Pearson Education Limited.

21.1 Lovgivning

Lov nr 111 af 21. marts 1979 om lønmodtageres retsstilling ved virksomhedsoverdragelse med senere ændringer, lov nr 441 af 7. juni 2001, lov nr 385 af 26. april 2017

Lov nr. 255 af 11. juni 1960 om indkomstbeskatning af aktieselskaber m.v., med senere ændringer.

Lovbekendtgørelse nr 1164 af 6. september 2016 om bekendtgørelse af Selskabsskatteloven med senere ændringer

Lov nr. 370 af 13. juni 1973 om aktieselskaber

Lov nr. 371 af 13. juni 1973 om anpartsselskaber

Lov nr. 282 af 9. juni 1982 om ændring af lov om aktieselskaber

Lov nr. 470 af 12. juni 2009 om aktie- og anpartsselskaber

Lovforslag L 170 af 25. marts 2009 om aktie- og anpartsselskaber

Lov nr. 226 af 31. marts 2004

21.2 Betænkninger

Betænkning om revision af aktieselskabslovgivningen nr. 362/1964 afgivet af den af handelsministeriet ved skrivelse af 6. september 1957 nedsatte kommission

Betænkning om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning nr. 540/1969 afgivet af det af handelsministeriet ved skrivelse af 6. november 1964 nedsatte udvalg

Betænkning om sammenslutningen Boss of Scandinavia nr. 690/1973 afgivet af det af handelsministeriet ved skrivelse af 27. juni 1969 nedsatte udvalg

Betænkning om Modernisering af selskabsretten nr. 1498/2008 afgivet af det af økonomi- og erhvervsministeren i oktober 2006 nedsatte udvalg

21.3 EU-lovgivning

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/68/EF af 6. september 2006

Europa-Parlamentets og Rådets 77/91/EØF af 13. december 1976

Europa-Parlamentets og Rådets 2006/68/EF af 6. september 2006

Europa-Parlamentets og Rådets 2012/30/EU af 25. oktober 2012

Europa-Parlamentets og Rådets (EU) 2017/1132 af 14. juni 2017

21.4 Danske domme

U1997.444 H

U1970.96 H

U1970.795 H

U1970.803 H

U1973.417 H

U2000.2003 H

U2006.145 H

21.5 EU-domme

SRL CILFIT, under likvidation, og 54 andre selskaber, Rom, mod SUNDHEDSMINISTERIET, ved ministeren, Rom, og LANIFICIO DI GAVARDO SPA, Milano, mod SUNDHEDSMINISTERIET, ved ministeren, Rom, C-283/8, EU:C:1982:335

Consiglio Nazionale degli Ingegneri mod Ministero della Giustizia, Marco Cavallera, C-311/06, EU:C:2009:37

22 Bilag 1 Leveraged Buy-Out

Eksisterende rentebærende gæld					
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol	299,72 kr.
0			299,72 kr.	Rente	3,375%
1	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.		
2	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.		
3	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.		
4	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.		
5	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.		

Tabel B.1.1

Lån 1 revolving credit				Prime +	2,00%
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol	143,86 kr.
0			143,86 kr.	Rente	5,25%
1	7,55 kr.	56,01 kr.	87,85 kr.		
2	4,61 kr.	65,84 kr.	22,01 kr.		
3	1,16 kr.	22,01 kr.	0,00 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.	2,00%	2,88 kr.
5	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.		

Tabel B.1.2

Lån 2 Senior term debt				Prime+	3,00%
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol	575,46 kr.
0			575,46 kr.	Rente	6,25%
1	35,97 kr.		575,46 kr.		
2	35,97 kr.	- kr.	575,46 kr.		
3	35,97 kr.	54,52 kr.	520,94 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	32,56 kr.	88,56 kr.	432,38 kr.	2,00%	11,51 kr.
5	27,02 kr.	101,85 kr.	330,53 kr.		

Tabel B.1.3

Lån 3 efterstillet lån				Prime+	5,00%
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol	431,59 kr.
0			431,59 kr.	Rente	8,25%
1	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.		
2	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.		
3	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.	2,00%	8,63 kr.
5	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.		

Tabel B.1.4

23 Bilag 2 A Ren effekt af ændret kapitalstruktur

APV Method with tax shield discounted at k_a							
	Year						
	0	1	2	3	4	5	n + 1
Net revenues	1.000,00 kr.	1.020,00 kr.	1.040,40 kr.	1.061,21 kr.	1.082,43 kr.	1.104,08 kr.	1.126,16 kr.
Revenue growt rate	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EBIT	130,00 kr.	132,60 kr.	135,25 kr.	137,96 kr.	140,72 kr.	143,53 kr.	146,40 kr.
Tax rate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Income taxes	28,60 kr.	29,17 kr.	29,76 kr.	30,35 kr.	30,96 kr.	31,58 kr.	32,21 kr.
NOPAT	101,40 kr.	103,43 kr.	105,50 kr.	107,61 kr.	109,76 kr.	111,95 kr.	114,19 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	30,60 kr.	31,21 kr.	31,84 kr.	32,47 kr.	33,12 kr.	33,78 kr.
- Change in working capital	1,96 kr.	2,00 kr.	2,04 kr.	2,08 kr.	2,12 kr.	2,16 kr.	2,21 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	30,60 kr.	31,21 kr.	31,84 kr.	32,47 kr.	33,12 kr.	33,78 kr.
- Change in other assets	0,98 kr.	1,00 kr.	1,02 kr.	1,04 kr.	1,06 kr.	1,08 kr.	1,10 kr.
Free cash flows (FCF)	98,46 kr.	100,43 kr.	102,44 kr.	104,49 kr.	106,57 kr.	108,71 kr.	110,88 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of FCF	98,46 kr.	92,26 kr.	86,46 kr.	81,02 kr.	75,92 kr.	71,14 kr.	
Intrest expense	9,92 kr.	89,24 kr.	87,62 kr.	85,83 kr.	83,86 kr.	81,70 kr.	21,40 kr.
Interest tax shield	2,18 kr.	19,63 kr.	19,28 kr.	18,88 kr.	18,45 kr.	17,97 kr.	4,71 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of tax shield	2,18 kr.	18,04 kr.	16,27 kr.	14,64 kr.	13,14 kr.	11,76 kr.	

Tabel B.2.A.1

	Cash flow					
	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
EBIT	130,00 kr.	132,60 kr.	135,25 kr.	137,96 kr.	140,72 kr.	143,53 kr.
- Interest	- kr.	89,24 kr.	87,62 kr.	85,83 kr.	83,86 kr.	81,70 kr.
EBT	130,00 kr.	43,36 kr.	47,63 kr.	52,12 kr.	56,85 kr.	61,83 kr.
- Taxes	28,60 kr.	9,54 kr.	10,48 kr.	11,47 kr.	12,51 kr.	13,60 kr.
Net Income	101,40 kr.	33,82 kr.	37,15 kr.	40,66 kr.	44,35 kr.	48,23 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	30,60 kr.	31,21 kr.	31,84 kr.	32,47 kr.	33,12 kr.
- change in working capital	1,96 kr.	2,00 kr.	2,04 kr.	2,08 kr.	2,12 kr.	2,16 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	30,60 kr.	31,21 kr.	31,84 kr.	32,47 kr.	33,12 kr.
- change in other assets	0,98 kr.	1,00 kr.	1,02 kr.	1,04 kr.	1,06 kr.	1,08 kr.
CFBDR	98,46 kr.	30,82 kr.	34,09 kr.	37,54 kr.	41,16 kr.	44,98 kr.
- Principal repaid	- kr.	30,82 kr.	34,09 kr.	37,54 kr.	41,16 kr.	44,98 kr.
Cash flow cushion	98,46 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.
Equity	287,73 kr.	321,55 kr.	358,70 kr.	399,36 kr.	443,70 kr.	491,93 kr.
Debt	1.450,64 kr.	1.419,82 kr.	1.385,73 kr.	1.348,19 kr.	1.307,03 kr.	1.262,05 kr.
Total assets	1.738,36 kr.	1.741,36 kr.	1.744,42 kr.	1.747,54 kr.	1.750,73 kr.	1.753,97 kr.
% debt	83,45%	81,53%	79,44%	77,15%	74,66%	71,95%

Tabel B.2.A.2

23.1 Bilag 2 B Lån

Eksisterende rentebærende gæld				
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol
0			299,72 kr.	299,72 kr.
1	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	Rente 3,38%
2	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
3	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
4	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
5	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	

Tabel B.2.B.1

Lån 1 revolving credit				Prime +	2,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	
0			143,86 kr.	143,86 kr.	
1	7,55 kr.	30,82 kr.	113,04 kr.	Rente 5,25%	
2	5,93 kr.	34,09 kr.	78,95 kr.		
3	4,15 kr.	37,54 kr.	41,41 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	2,17 kr.	41,16 kr.	0,25 kr.	2,00%	2,88 kr.
5	0,01 kr.	0,25 kr.	0,00 kr.		

Tabel B.2.B.2

Lån 2 Senior term debt				Prime +	3,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	
0			575,46 kr.	575,46 kr.	
1	35,97 kr.		575,46 kr.	Rente 6,25%	
2	35,97 kr.	- kr.	575,46 kr.		
3	35,97 kr.	- kr.	575,46 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	35,97 kr.	- kr.	575,46 kr.	2,00%	11,51 kr.
5	35,97 kr.	44,73 kr.	530,73 kr.		

Tabel B.2.B.3

Lån 3 efterstillet lån				Prime +	5,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	
0			431,59 kr.	431,59 kr.	
1	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.	Rente 8,25%	
2	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.		
3	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.	2,00%	8,63 kr.
5	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.		

Tabel B.2.B.4

23.2 Bilag 2 C Købspris lig med værdi under eksisterende ejerskab

APV Method with tax shield discounted at k_a							
	Year						
	0	1	2	3	4	5	n+1
Net revenues	1.000,00 kr.	1.020,00 kr.	1.040,40 kr.	1.061,21 kr.	1.082,43 kr.	1.104,08 kr.	1.126,16 kr.
Revenue growt rate	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EBIT	130,00 kr.	132,60 kr.	135,25 kr.	137,96 kr.	140,72 kr.	143,53 kr.	146,40 kr.
Tax rate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Income taxes	28,60 kr.	29,17 kr.	29,76 kr.	30,35 kr.	30,96 kr.	31,58 kr.	32,21 kr.
NOPAT	101,40 kr.	103,43 kr.	105,50 kr.	107,61 kr.	109,76 kr.	111,95 kr.	114,19 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	30,60 kr.	31,21 kr.	31,84 kr.	32,47 kr.	33,12 kr.	33,78 kr.
- Change in working capital	1,96 kr.	2,00 kr.	2,04 kr.	2,08 kr.	2,12 kr.	2,16 kr.	2,21 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	30,60 kr.	31,21 kr.	31,84 kr.	32,47 kr.	33,12 kr.	33,78 kr.
- Change in other assets	0,98 kr.	1,00 kr.	1,02 kr.	1,04 kr.	1,06 kr.	1,08 kr.	1,10 kr.
Free cash flows (FCF)	98,46 kr.	100,43 kr.	102,44 kr.	104,49 kr.	106,57 kr.	108,71 kr.	110,88 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of FCF	98,46 kr.	92,26 kr.	86,46 kr.	81,02 kr.	75,92 kr.	71,14 kr.	
Intrest expense	9,92 kr.	76,05 kr.	73,90 kr.	71,54 kr.	68,84 kr.	65,54 kr.	21,23 kr.
Interest tax shield	2,18 kr.	16,73 kr.	16,26 kr.	15,74 kr.	15,14 kr.	14,42 kr.	4,67 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of tax shield	2,18 kr.	15,37 kr.	13,72 kr.	12,20 kr.	10,79 kr.	9,44 kr.	

Tabel B.2.C.1

	Cash flow					
	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
EBIT	130,00 kr.	132,60 kr.	135,25 kr.	137,96 kr.	140,72 kr.	143,53 kr.
- Interest	- kr.	76,05 kr.	73,90 kr.	71,54 kr.	68,84 kr.	65,54 kr.
EBT	130,00 kr.	56,55 kr.	61,36 kr.	66,41 kr.	71,88 kr.	78,00 kr.
- Taxes	28,60 kr.	12,44 kr.	13,50 kr.	14,61 kr.	15,81 kr.	17,16 kr.
Net Income	101,40 kr.	44,11 kr.	47,86 kr.	51,80 kr.	56,06 kr.	60,84 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	30,60 kr.	31,21 kr.	31,84 kr.	32,47 kr.	33,12 kr.
- change in working capital	1,96 kr.	2,00 kr.	2,04 kr.	2,08 kr.	2,12 kr.	2,16 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	30,60 kr.	31,21 kr.	31,84 kr.	32,47 kr.	33,12 kr.
- change in other assets	0,98 kr.	1,00 kr.	1,02 kr.	1,04 kr.	1,06 kr.	1,08 kr.
CFBDR	98,46 kr.	41,11 kr.	44,80 kr.	48,68 kr.	52,88 kr.	57,59 kr.
- Principal repaid	- kr.	41,11 kr.	44,80 kr.	48,68 kr.	52,88 kr.	57,59 kr.
Cash flow cushion	98,46 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.
Equity	239,77 kr.	283,88 kr.	331,74 kr.	383,54 kr.	439,60 kr.	500,44 kr.
Debt	1.258,82 kr.	1.217,71 kr.	1.172,91 kr.	1.124,23 kr.	1.071,35 kr.	1.013,76 kr.
Total assets	1.498,59 kr.	1.501,59 kr.	1.504,64 kr.	1.507,77 kr.	1.510,95 kr.	1.514,20 kr.
% debt	84,00%	81,09%	77,95%	74,56%	70,91%	66,95%

Tabel B.2.C.2

23.2.1 Bilag 2 D Lån

Eksisterende rentebærende gæld				
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol
0			299,72 kr.	299,72 kr.
1	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	Rente 3,38%
2	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
3	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
4	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
5	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	

Tabel B.2.D.1

Lån 1 revolving credit				Prime +	2,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	119,89 kr.
0			119,89 kr.	Rente	5,25%
1	6,29 kr.	41,11 kr.	78,78 kr.		
2	4,14 kr.	44,80 kr.	33,98 kr.		
3	1,78 kr.	33,98 kr.	0,00 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.	2,00%	2,40 kr.
5	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.		

Tabel B.2.D.2

Lån 2 Senior term debt				Prime +	3,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	479,55 kr.
0			479,55 kr.	Rente	6,25%
1	29,97 kr.		479,55 kr.		
2	29,97 kr.	- kr.	479,55 kr.		
3	29,97 kr.	14,70 kr.	464,85 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	29,05 kr.	52,88 kr.	411,97 kr.	2,00%	9,59 kr.
5	25,75 kr.	57,59 kr.	354,38 kr.		

Tabel B.2.D.3

Lån 3 efterstillet lån				Prime +	5,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	359,66 kr.
0			359,66 kr.	Rente	8,25%
1	29,67 kr.	- kr.	359,66 kr.		
2	29,67 kr.	- kr.	359,66 kr.		
3	29,67 kr.	- kr.	359,66 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	29,67 kr.	- kr.	359,66 kr.	2,00%	7,19 kr.
5	29,67 kr.	- kr.	359,66 kr.		

Tabel B.2.D.4

24 Bilag 3 A Al gæld i målselskab

Al gæld i målselskab							
	Year						
	0	1	2	3	4	5	n + 1
Net revenues	1.000,00 kr.	1.060,00 kr.	1.123,60 kr.	1.191,02 kr.	1.262,48 kr.	1.338,23 kr.	1.378,37 kr.
Revenue growt rate	2,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	3,00%
EBIT	130,00 kr.	159,00 kr.	168,54 kr.	178,65 kr.	189,37 kr.	200,73 kr.	192,97 kr.
Tax rate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Income taxes	28,60 kr.	34,98 kr.	37,08 kr.	39,30 kr.	41,66 kr.	44,16 kr.	42,45 kr.
NOPAT	101,40 kr.	124,02 kr.	131,46 kr.	139,35 kr.	147,71 kr.	156,57 kr.	150,52 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	42,40 kr.	44,94 kr.	47,64 kr.	50,50 kr.	53,53 kr.	41,35 kr.
- Change in working capital	1,96 kr.	6,00 kr.	6,36 kr.	6,74 kr.	7,15 kr.	7,57 kr.	4,01 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	31,80 kr.	33,71 kr.	35,73 kr.	37,87 kr.	40,15 kr.	41,35 kr.
- Change in other assets	0,98 kr.	3,00 kr.	3,18 kr.	3,37 kr.	3,57 kr.	3,79 kr.	2,01 kr.
Free cash flows (FCF)	98,46 kr.	125,62 kr.	133,16 kr.	141,15 kr.	149,62 kr.	158,59 kr.	144,50 kr.
Discount rate (Ka)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of FCF	98,46 kr.	115,41 kr.	112,38 kr.	109,44 kr.	106,58 kr.	103,79 kr.	
Intrest expense	9,92 kr.	64,98 kr.	61,05 kr.	56,56 kr.	50,92 kr.	42,95 kr.	35,13 kr.
Interest tax shield	2,18 kr.	14,30 kr.	13,43 kr.	12,44 kr.	11,20 kr.	9,45 kr.	7,73 kr.
Discount rate (Ka)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of tax shield	2,18 kr.	13,13 kr.	11,34 kr.	9,65 kr.	7,98 kr.	6,18 kr.	

Tabel B.3.A.1

Cash flow						
	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
EBIT	130,00 kr.	159,00 kr.	168,54 kr.	178,65 kr.	189,37 kr.	200,73 kr.
- Interest	- kr.	64,98 kr.	61,05 kr.	56,56 kr.	50,92 kr.	42,95 kr.
EBT	130,00 kr.	94,02 kr.	107,49 kr.	122,10 kr.	138,45 kr.	157,78 kr.
- Taxes	28,60 kr.	20,68 kr.	23,65 kr.	26,86 kr.	30,46 kr.	34,71 kr.
NI	101,40 kr.	73,33 kr.	83,84 kr.	95,23 kr.	107,99 kr.	123,07 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	42,40 kr.	44,94 kr.	47,64 kr.	50,50 kr.	53,53 kr.
- change in working capital	1,96 kr.	6,00 kr.	6,36 kr.	6,74 kr.	7,15 kr.	7,57 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	31,80 kr.	33,71 kr.	35,73 kr.	37,87 kr.	40,15 kr.
- change in other assets	0,98 kr.	3,00 kr.	3,18 kr.	3,37 kr.	3,57 kr.	3,79 kr.
CFBDR	98,46 kr.	74,93 kr.	85,54 kr.	97,03 kr.	109,90 kr.	125,09 kr.
- Principal repaid	- kr.	74,93 kr.	85,54 kr.	97,03 kr.	109,90 kr.	125,09 kr.
Cash flow cushion	- kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.
Equity	287,73 kr.	361,06 kr.	444,91 kr.	540,14 kr.	648,14 kr.	771,21 kr.
Debt	1.450,64 kr.	1.375,71 kr.	1.290,17 kr.	1.193,14 kr.	1.083,24 kr.	958,15 kr.
Total assets	1.738,36 kr.	1.736,77 kr.	1.735,07 kr.	1.733,28 kr.	1.731,37 kr.	1.729,35 kr.
% debt	83,45%	79,21%	74,36%	68,84%	62,57%	55,40%

Tabel B.3.A.2

24.1 Bilag 3 B Lån

Eksisterende rentebærende gæld				
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol
0			299,72 kr.	299,72 kr.
1	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	Rente 3,38%
2	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
3	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
4	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
5	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	

Tabel B.3.B.1

Lån 4 al gæld i target				Prime +	0,13%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	618,62 kr.
0			618,62 kr.	Rente	3,37500%
1	20,88 kr.	- kr.	618,62 kr.		
2	20,88 kr.	- kr.	618,62 kr.		
3	20,88 kr.	- kr.	618,62 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	20,88 kr.	- kr.	618,62 kr.	2,00%	12,37 kr.
5	20,88 kr.	- kr.	618,62 kr.		

Tabel B.3.B.2

Lån 2 Senior term debt				Prime +	2,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	230,18 kr.
0			230,18 kr.	Rente	5,25%
1	12,08 kr.	74,93 kr.	155,25 kr.		
2	8,15 kr.	85,54 kr.	69,71 kr.		
3	3,66 kr.	69,71 kr.	0,00 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.	2,00%	4,60 kr.
5	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.		

Tabel B.3.B.3

Lån 3 efterstillet lån				Prime +	4,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol	302,12 kr.
0			302,12 kr.	Rente	7,25%
1	21,90 kr.	- kr.	302,12 kr.		
2	21,90 kr.	- kr.	302,12 kr.		
3	21,90 kr.	27,32 kr.	274,80 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	19,92 kr.	109,90 kr.	164,90 kr.	2,00%	6,04 kr.
5	11,95 kr.	125,09 kr.	39,81 kr.		

Tabel B.3.B.4

25 Bilag 4 A Udbytte efter overtagelse

APV Method with tax shield discounted at k_a							
	Year						
	0	1	2	3	4	5	n + 1
Net revenues	1.000,00 kr.	1.060,00 kr.	1.123,60 kr.	1.191,02 kr.	1.262,48 kr.	1.338,23 kr.	1.378,37 kr.
Revenue growt rate	2,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	3,00%
EBIT	130,00 kr.	159,00 kr.	168,54 kr.	178,65 kr.	189,37 kr.	200,73 kr.	192,97 kr.
Tax rate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Income taxes	28,60 kr.	34,98 kr.	37,08 kr.	39,30 kr.	41,66 kr.	44,16 kr.	42,45 kr.
NOPAT	101,40 kr.	124,02 kr.	131,46 kr.	139,35 kr.	147,71 kr.	156,57 kr.	150,52 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	42,40 kr.	44,94 kr.	47,64 kr.	50,50 kr.	53,53 kr.	41,35 kr.
- Change in working capital	1,96 kr.	6,00 kr.	6,36 kr.	6,74 kr.	7,15 kr.	7,57 kr.	4,01 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	31,80 kr.	33,71 kr.	35,73 kr.	37,87 kr.	40,15 kr.	41,35 kr.
- Change in other assets	0,98 kr.	3,00 kr.	3,18 kr.	3,37 kr.	3,57 kr.	3,79 kr.	2,01 kr.
Free cash flows (FCF)	98,46 kr.	125,62 kr.	133,16 kr.	141,15 kr.	149,62 kr.	158,59 kr.	144,50 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of FCF	98,46 kr.	115,41 kr.	112,38 kr.	109,44 kr.	106,58 kr.	103,79 kr.	
Intrest expense	9,92 kr.	93,24 kr.	86,46 kr.	83,01 kr.	78,49 kr.	72,97 kr.	31,22 kr.
Interest tax shield	2,18 kr.	20,51 kr.	19,02 kr.	18,26 kr.	17,27 kr.	16,05 kr.	6,87 kr.
Discount rate (K_a)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of tax shield	2,18 kr.	18,85 kr.	16,05 kr.	14,16 kr.	12,30 kr.	10,51 kr.	

Tabel B.4.A.1

Cash flow						
	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
EBIT	130,00 kr.	159,00 kr.	168,54 kr.	178,65 kr.	189,37 kr.	200,73 kr.
- Interest	- kr.	93,24 kr.	86,46 kr.	83,01 kr.	78,49 kr.	72,97 kr.
EBT	130,00 kr.	65,76 kr.	82,08 kr.	95,64 kr.	110,88 kr.	127,77 kr.
- Taxes	28,60 kr.	14,47 kr.	18,06 kr.	21,04 kr.	24,39 kr.	28,11 kr.
Net Income	101,40 kr.	51,29 kr.	64,02 kr.	74,60 kr.	86,49 kr.	99,66 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	42,40 kr.	44,94 kr.	47,64 kr.	50,50 kr.	53,53 kr.
- change in working capital	1,96 kr.	6,00 kr.	6,36 kr.	6,74 kr.	7,15 kr.	7,57 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	31,80 kr.	33,71 kr.	35,73 kr.	37,87 kr.	40,15 kr.
- change in other assets	0,98 kr.	3,00 kr.	3,18 kr.	3,37 kr.	3,57 kr.	3,79 kr.
CFBDR	98,46 kr.	52,89 kr.	65,72 kr.	76,40 kr.	88,39 kr.	101,68 kr.
- Principal repaid	- kr.	52,89 kr.	65,72 kr.	76,40 kr.	88,39 kr.	101,68 kr.
Cash flow cushion	98,46 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.
Equity	287,73 kr.	339,02 kr.	403,04 kr.	477,64 kr.	564,12 kr.	663,78 kr.
Debt	1.450,64 kr.	1.397,75 kr.	1.332,03 kr.	1.255,63 kr.	1.167,24 kr.	1.065,56 kr.
Total assets	1.738,36 kr.	1.736,77 kr.	1.735,07 kr.	1.733,26 kr.	1.731,36 kr.	1.729,34 kr.
% debt	83,45%	80,48%	76,77%	72,44%	67,42%	61,62%

Tabel B.4.B.2

25.1 Bilag 4 B Lån

Eksisterende rentebærende gæld				
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol
0			299,72 kr.	299,72 kr.
1	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	Rente 3,38%
2	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
3	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
4	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
5	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	

Tabel B.4.B.1

Kort lån				Prime +	-1,25%
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol	200,00 kr.
0			200,00 kr.	Rente	2,00%
1	4,00 kr.	200,00 kr.	- kr.		
2	- kr.	- kr.	- kr.		
3	- kr.	- kr.	- kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	- kr.	- kr.	- kr.	2,00%	4,00 kr.
5	- kr.	- kr.	- kr.		

Tabel B.4.B.2

Lån 1 revolving credit				Prime +	2,00%
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol	143,86 kr.
0			143,86 kr.	Rente	5,25%
1	7,55 kr.	52,89 kr.	90,97 kr.		
2	4,78 kr.	65,72 kr.	25,25 kr.		
3	1,33 kr.	25,25 kr.	0,00 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.	2,00%	2,88 kr.
5	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.		

Tabel B.4.B.3

Lån 2 Senior term debt				Prime +	3,00%
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol	575,46 kr.
0			575,46 kr.	Rente	6,25%
1	35,97 kr.		575,46 kr.		
2	35,97 kr.	- kr.	575,46 kr.		
3	35,97 kr.	51,15 kr.	524,31 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	32,77 kr.	88,39 kr.	435,92 kr.	2,00%	11,51 kr.
5	27,24 kr.	101,68 kr.	334,24 kr.		

Tabel B.4.B.4

Lån 3 efterstillet lån				Prime +	5,00%
År	Interest	Principial repaid	Balance	Hovedstol	431,59 kr.
0			431,59 kr.	Rente	8,25%
1	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.		
2	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.		
3	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.	Stiftelsesomkostninger	
4	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.	2,00%	8,63 kr.
5	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.		

Tabel B.4.B.5

26 Bilag 5 A Debt push down

	Debt push down						
	Year						
	0	1	2	3	4	5	n+1
Net revenues	1.000,00 kr.	1.060,00 kr.	1.123,60 kr.	1.191,02 kr.	1.262,48 kr.	1.338,23 kr.	1.378,37 kr.
Revenue growt rate	2,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	3,00%
EBIT	130,00 kr.	159,00 kr.	168,54 kr.	178,65 kr.	189,37 kr.	200,73 kr.	192,97 kr.
Tax rate	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Income taxes	28,60 kr.	34,98 kr.	37,08 kr.	39,30 kr.	41,66 kr.	44,16 kr.	42,45 kr.
NOPAT	101,40 kr.	124,02 kr.	131,46 kr.	139,35 kr.	147,71 kr.	156,57 kr.	150,52 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	42,40 kr.	44,94 kr.	47,64 kr.	50,50 kr.	53,53 kr.	41,35 kr.
- Change in working capital	1,96 kr.	6,00 kr.	6,36 kr.	6,74 kr.	7,15 kr.	7,57 kr.	4,01 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	31,80 kr.	33,71 kr.	35,73 kr.	37,87 kr.	40,15 kr.	41,35 kr.
- Change in other assets	0,98 kr.	3,00 kr.	3,18 kr.	3,37 kr.	3,57 kr.	3,79 kr.	2,01 kr.
Free cash flows (FCF)	98,46 kr.	125,62 kr.	133,16 kr.	141,15 kr.	149,62 kr.	158,59 kr.	144,50 kr.
Discount rate (Ka)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of FCF	98,46 kr.	115,41 kr.	112,38 kr.	109,44 kr.	106,58 kr.	103,79 kr.	
Intrest expense	9,92 kr.	72,70 kr.	69,08 kr.	64,79 kr.	57,31 kr.	48,66 kr.	35,13 kr.
Interest tax shield	2,18 kr.	15,99 kr.	15,20 kr.	14,25 kr.	12,61 kr.	10,70 kr.	7,73 kr.
Discount rate (Ka)	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%	8,85%
Discount factor	1,0000	0,9187	0,8440	0,7754	0,7123	0,6544	
Present value of tax shield	2,18 kr.	14,69 kr.	12,83 kr.	11,05 kr.	8,98 kr.	7,01 kr.	

Tabel B.5.A.1

	Cash flow					
	År 0	År 1	År 2	År 3	År 4	År 5
EBIT	130,00 kr.	159,00 kr.	168,54 kr.	178,65 kr.	189,37 kr.	200,73 kr.
- Interest	- kr.	72,70 kr.	69,08 kr.	64,79 kr.	57,31 kr.	48,66 kr.
EBT	130,00 kr.	86,30 kr.	99,46 kr.	113,87 kr.	132,06 kr.	152,08 kr.
- Taxes	28,60 kr.	18,99 kr.	21,88 kr.	25,05 kr.	29,05 kr.	33,46 kr.
Net Income	101,40 kr.	67,32 kr.	77,58 kr.	88,82 kr.	103,01 kr.	118,62 kr.
+ Depreciation	30,00 kr.	42,40 kr.	44,94 kr.	47,64 kr.	50,50 kr.	53,53 kr.
- change in working capital	1,96 kr.	6,00 kr.	6,36 kr.	6,74 kr.	7,15 kr.	7,57 kr.
- Capital expenditures	30,00 kr.	31,80 kr.	33,71 kr.	35,73 kr.	37,87 kr.	40,15 kr.
- change in other assets	0,98 kr.	3,00 kr.	3,18 kr.	3,37 kr.	3,57 kr.	3,79 kr.
CFBDR	98,46 kr.	68,92 kr.	79,28 kr.	90,61 kr.	104,91 kr.	120,64 kr.
- Principal repaid	- kr.	68,92 kr.	79,28 kr.	90,61 kr.	104,91 kr.	120,64 kr.
Cash flow cushiun	98,46 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.	0,00 kr.
Equity	287,73 kr.	355,05 kr.	432,63 kr.	521,44 kr.	624,45 kr.	743,07 kr.
Debt	1.450,64 kr.	1.381,72 kr.	1.302,44 kr.	1.211,83 kr.	1.106,92 kr.	986,28 kr.
Total assets	1.738,36 kr.	1.736,76 kr.	1.735,06 kr.	1.733,27 kr.	1.731,36 kr.	1.729,35 kr.
% debt	83,45%	79,56%	75,07%	69,92%	63,93%	57,03%

Tabel B.5.A.2

26.1 Bilag 5 B

Eksisterende rentebærende gæld				
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol
0			299,72 kr.	299,72 kr.
1	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	Rente 3,38%
2	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
3	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
4	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	
5	10,12 kr.	- kr.	299,72 kr.	

Tabel B.5.B.1

Lån 1 revolving credit				Prime + 2,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol
0			143,86 kr.	143,86 kr.
1	7,55 kr.	68,92 kr.	74,94 kr.	Rente 5,25%
2	3,93 kr.	74,94 kr.	0,00 kr.	
3	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.	Stiftelsesomkostninger
4	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.	2,00% 2,88 kr.
5	0,00 kr.	- kr.	0,00 kr.	

Tabel B.5.B.2

Lån 3 efterstillet lån				Prime + 5,00%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol
0			431,59 kr.	431,59 kr.
1	35,61 kr.	- kr.	431,59 kr.	Rente 8,25%
2	35,61 kr.	4,34 kr.	427,25 kr.	
3	35,25 kr.	90,61 kr.	336,64 kr.	Stiftelsesomkostninger
4	27,77 kr.	104,91 kr.	231,73 kr.	2,00% 8,63 kr.
5	19,12 kr.	120,64 kr.	111,09 kr.	

Tabel B.5.B.3

Lån 4 debt push down				Prime + 0,13%
År	Interest	Pricipal repaid	Balance	Hovedstol
0			575,46 kr.	575,46 kr.
1	19,42 kr.	- kr.	575,46 kr.	Rente 3,38%
2	19,42 kr.	- kr.	575,46 kr.	
3	19,42 kr.	- kr.	575,46 kr.	Stiftelsesomkostninger
4	19,42 kr.	- kr.	575,46 kr.	2,00% 11,51 kr.
5	19,42 kr.	- kr.	575,46 kr.	

Tabel B.5.B.4