

# Selvfinansiering i private equity-backed leveraged buyouts

## Financial assistance in private equity-backed leveraged buyouts

af KNUTH LARSEN

*Private equity fonde er i LBOs dybt afhængige af, at targetselskabet yder selvfinansiering, idet akquisitionen herved i højere grad kan finansieres med fremmedfinansiering i modsætning til egenfinansiering. Ikke desto mindre følger det af selskabslovens § 206, stk. 1, at et kapitalselskab ikke må deltage i finansieringen af tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab. Med udgangspunkt i denne indbyggede konflikt og kontekst søger afhandlingen at analysere omfanget og rækkevidden af det danske selvfinansieringsforbud.*

*Herefter vurderes mulighederne for at yde lovlig selvfinansiering i en private equity kontekst. Idet der dog henses til, hvor byrdefulde betingelserne for lovlig selvfinansiering er, skeler afhandlingen mod alternativer til lovlig selvfinansiering.*

*Afhandlingen konkluderer generelt, at Erhvervsstyrelsens fortolkning af selvfinansieringsforbuddet er særdeles strengt, men at det til trods herfor er muligt for targetselskabet at yde selvfinansiering i form af visse former for efterfinansiering og debt pushdown, om end mulighederne ikke er så favorable som i mange andre lande.*

## Indholdsfortegnelse

<b>ABSTRACT</b> .....	<b>3</b>
<b>1 INDLEDNING</b> .....	<b>4</b>
1.1 PRÆSENTATION AF EMNET .....	4
1.2 PROBLEMFORMULERING .....	4
1.3 METODE.....	5
1.4 AFGRÆNSNING .....	5
<b>2 GENERELT OM KONTEKSTEN</b> .....	<b>5</b>
2.1.1 <i>Hvad er Private Equity?</i> .....	5
2.1.2 <i>Finansieringsformer</i> .....	6
2.1.3 <i>Finansieringsstruktur</i> .....	7
2.1.4 <i>Private equity struktur</i> .....	8
2.1.5 <i>Långivers behov for at få adgang til cash flows</i> .....	9
2.1.5.1 Covenants .....	10
2.1.5.2 Sikkerhedsstillelse .....	10
2.1.5.3 Sikkerhed i kapitalandele.....	12
2.1.5.4 Debt pushdown .....	13
<b>3 SELVFINANSIERINGSFORBUDET</b> .....	<b>13</b>
3.1 FORBUDETS OPRINDELSE OG FORMÅL .....	13
3.2 FORBUDETS OMFANG .....	15
3.2.1 <i>Indledning</i> .....	15
3.2.2 <i>Tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab</i> .....	15

3.2.2.1	Det samlede finansieringsbehovs struktur i forhold til ”erhvervelse af kapitalandele”.....	17
3.2.3	<i>Yde lån</i> .....	17
3.2.3.1	Koncernlån .....	17
3.2.3.2	Cash Pools .....	21
(a)	Egentlig cash pool.....	22
(b)	Uegentlig cash pool.....	23
3.2.4	<i>Stille sikkerhed</i> .....	24
3.2.4.1	Covenants .....	25
(a)	Affirmative covenants.....	25
(b)	Restrictive covenants .....	26
3.2.4.2	Cross default clauses.....	28
3.2.4.3	Støtteerklæringer .....	30
3.2.4.4	Tilbagetræden for akquisitionsgæld.....	30
3.2.5	<i>Stille midler til rådighed</i> .....	31
3.3	<b>RÆKKEVIDDE AF FORBUDET</b> .....	34
3.3.1	<i>Tidsbaseret rækkevidde</i> .....	34
3.3.2	<i>Territorial rækkevidde</i> .....	34
3.3.2.1	Udenlandske moderselskaber .....	34
3.3.2.2	Udenlandske datterselskaber.....	35
3.4	<b>LOVLIG SELVFINANSIERING</b> .....	36
3.4.1	<i>Kreditvurdering</i> .....	37
3.4.2	<i>Generalforsamlingens godkendelse og det centrale ledelsesorgans redegørelse</i> .....	37
3.4.3	<i>Forsvarlighedskravet</i> .....	40
3.4.4	<i>Sædvanlige markedsvilkår</i> .....	41
3.4.5	<i>Kort sammenfatning</i> .....	41
3.5	<b>ALTERNATIVER TIL LOVLIG SELVFINANSIERING</b> .....	42
3.5.1	<i>Efterfinansiering i form af udbytteudlodning</i> .....	42
3.5.2	<i>Kapitalnedsættelse og erhvervelse af egne kapitalandele</i> .....	43
3.5.3	<i>Debt Pushdown</i> .....	43
3.5.3.1	Refinansiering.....	44
3.5.3.2	Lån efterfulgt af udbytteudlodning .....	44
3.5.3.3	Fusion .....	45
<b>4</b>	<b>LITTERATURFORTEGNELSE</b> .....	<b>48</b>
4.1	BØGER .....	48
4.2	ARTIKLER .....	50
4.3	DOMME .....	51
4.4	ENGELSKE DOMME .....	52
4.5	ANDET .....	52

## **Abstract**

*The purpose of this dissertation is to critically shed light on the rules on financial assistance in a private equity leveraged buyout context. It seeks to examine whether different common arrangements seen in private equity LBOs constitute unlawful financial assistance or not.*

*After having set the scene for private equity LBOs, the paper examines the piece of the prohibition of giving loans. In this connection both intercompany loans and cash pools are looked at. The paper finds that there is discrepancy between the Danish Business Authority and the literature when it comes to intercompany loans, where the Danish Business Authority is very strict. For cash pools it depends on what kind of cash pool it is.*

*Secondly, the paper examines the limits of “giving security”. Affirmative covenants can constitute unlawful financial assistance, but it depends on the facts. For restrictive covenants it is unclear whether they can constitute unlawful financial assistance. Furthermore, it is unclear whether cross default clauses constitute unlawful financial assistance, but the paper cautiously concludes that it’s possible. Statement of support, too, can constitute unlawful assistance. The same goes for contractual subordination.*

*Thirdly, the paper examines the meaning of “advancing funds”. It concludes that the Danish interpretation is not crystal clear because the Danish wording is not directly translated to “advancing funds”.*

*Fourthly, the paper examines the territorial grasp of the prohibition. The Danish Business Authority’s practice is that foreign subsidiaries are included. This is heavily criticised by the literature. Further, it is unclear whether financial assistance for the purchase of shares in a foreign parent company is encompassed by the prohibition.*

*Fifthly, the paper explains the whitewash procedure. Here, the corporate benefit principle is explained (which applies generally and not only within the whitewash procedure).*

*Finally, the paper sheds light on alternatives to the whitewash procedure. Dividend payments are not prohibited because the rules are *lex specialis*. Same goes for capital reduction and share buybacks. Debt pushdown is available to a certain extent. Accordingly, refinancing is available. Same goes for the giving of loan followed by dividend payments. However, the Danish Business Authority doesn’t recognise that mergers are *lex specialis* compared to the rules on financial assistance, but this is heavily criticised by the literature. In the end, the practice of the Danish Business Authority is not manifested as applicable law, and ultimately, it’s for the courts to decide.*

# 1 Indledning

## 1.1 Præsentation af emnet

Private equity ("PE") har sine rødder i USA, hvor udviklingen for alvor tog fart fra midten af 1970'erne, hvor også leveraged buyout (LBO) modellen blev udviklet. Der er forskellige varianter af LBO-modellen, men essensen er i alle tilfælde at opkøbe virksomheder ved brug af betydelige mængder af gæld (fremmedfinansiering), hvorefter tilbagebetaling sker med midler fra targetsselskabet ("Target").<sup>1</sup>

I långivernes jagt på at mindske deres risiko mest muligt, opstår der en række interessante juridiske problemstillinger, som behandles i denne afhandling. Disse problemstillinger kompliceres af samspillet mellem forskellige jurisdiktioner, hvilket især er relevant ved multi-jurisdiktionelle LBOs, hvor Target er en koncern med selskaber i forskellige jurisdiktioner.

Et spørgsmål, som opstår på tværs af EU (men f.eks. ikke i USA<sup>2</sup>), vedrører selvfinansiering. Det konkrete spørgsmål er, om reglerne om selvfinansiering udelukker, at et selskab kan stille sikkerhed eller yde anden økonomisk bistand for moderselskabets akkvisitionslån.

Konsekvenserne ved at overtræde selvfinansieringsforbuddet er først og fremmest, at beløbet, som udgør den økonomiske bistand, skal tilbageføres til selskabet med renter, jf. selskabslovens<sup>3</sup> ("SL") § 215, stk. 1. Kan tilbagebetaling ikke finde sted, eller kan aftalen om økonomisk bistand ikke bringes til ophør, indestår de personer, der har truffet beslutning om dispositionen, på objektive grundlag for det tab, som bistanden måtte påføre selskabet, jf. SL § 215, stk. 2. Dertil kommer, at i hvert fald sikkerhedsstillelse<sup>4</sup> i strid med forbuddet ikke er bindende for selskabet, hvis beneficianten var i ond tro om de faktiske omstændigheder, der gjorde sikkerhedsstillelsen ulovlig, jf. SL § 215, stk. 3. Det følger endvidere af SL § 367, stk. 1, in fine, at overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet er bødebelagt, og det kan tillige medføre strafansvar efter straffelovens regler om bl.a. skyldnersvig og mandatsvig, jf. U 1978.414 Ø og U 1990.116 V.<sup>5</sup> Endvidere finder de almindelige erstatningsregler anvendelse, jf. eksempelvis U 1997.364 H (Satair) og U 2000.365 H (Thrane-sagen, hvor sælgeren, dennes rådgivere og akkvisitionsbanken var erstatningsansvarlige). Sammenfattende er konsekvenserne således særdeles strenge. Dette betoner vigtigheden af at overholde reglerne om selvfinansiering.

## 1.2 Problemformulering

Afhandlingen søger at belyse akkvisitionsfinansieringen i en private equity-backed LBO, hvor mulighederne for at yde selvfinansiering efter dansk ret er i fokus.

---

<sup>1</sup> Hale mfl., *PE*, s. 22-33 (se litteraturfortegnelse for fuldstændige angivelser)

<sup>2</sup> En række af USA's stater har dog lignende koncepter kaldet "fraudulent transfers/conveyances". Se Speechley, s. 585 og Levin, *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*, s. 5-46

<sup>3</sup> Lov nr. 1089 af 14. sep 2015

<sup>4</sup> Ordlyden nævner alene "sikkerhedsstillelse", men det er i litteraturen diskuteret, hvorvidt reglen også gælder for lån. Se eksempelvis RB.2.1996.32 af Michael Serup

<sup>5</sup> Krüger Andersen, s. 298

### 1.3 Metode

Afhandlingen udarbejdes ved brug af den retsdogmatiske metode, hvorved gældende ret beskrives, systematiseres og analyseres.<sup>6</sup> Med det retskildemæssige hierarki in mente, undersøges lovgivning, lovforarbejder, retspraksis, administrativ praksis og juridisk litteratur. Opmærksomheden henledes i den forbindelse på, at Erhvervsstyrelsens omfattende praksis og vejledninger alene er vejledende og altså ikke normerende for domstolene. Endelig, henset til LBOs globale relevans perspektiveres der løbende til udenlandsk ret.

### 1.4 Afgrænsning

Afhandlingen vedrører akkvisitionsfinansieringen i PE-LBOs, hvor fokus som nævnt er på selvfinansiering. Det er således bevidst, at de omfattende juridiske problemstillinger, der knytter sig til interkreditoraftaler og deres håndhævelse, ikke behandles dybdegående i det følgende. På samme måde behandles de forskellige *former* for akkvisitions-gæld heller ikke, idet dette i højere grad er kommercielt end juridisk interessant. Eksempelvis er de juridiske problemer med upstream sikkerhedsstillelse de samme, uanset om sikkerhedsstillelsen vedrører senior eller junior gæld. Ydermere behandles konsekvenserne ved en overtrædelse af selvfinansieringsforbuddet kun ganske overfladisk (i præsentationen ovenfor), idet fokus i stedet er på, hvorvidt en given disposition er omfattet af selvfinansieringsforbuddet eller ej.

Selvom skat er fundamentalt vigtigt ved struktureringen af LBOs, vil de skatteretlige regler heller ikke blive behandlet gennemgribende.

På samme måde vil de regnskabsretlige regler heller ikke blive behandlet.

Endelig, selvom PE-LBOs også kan ske, hvor Target er et børsnoteret selskab efterfulgt af afnotering – og herved give anledning til en række børsretlige spørgsmål – ligger sådanne spørgsmål uden for afhandlingens rammer.

## 2 Generelt om konteksten

Afsnittet har til formål at sætte scenen for afhandlingen.

### 2.1.1 Hvad er Private Equity?

Dette afsnit har til formål at give et (redegørende) overblik over, hvad PE er. Det er på ingen måde hensigten at behandle de forskellige elementer dybdegående.

Helt overordnet går PE ud på at lave kapitalinvesteringer<sup>7</sup> i unoterede selskaber eller børsnoterede selskaber efterfulgt af afnotering. Hensigten er at foretage et exit typisk 5-7<sup>8</sup> år efter for at realisere et overskud.<sup>9</sup> Investeringen foretages af en fond, der er oprettet med netop det formål, og denne fond har sine egne investorer såsom pensionsfonde, forsikrings-selskaber og andre med investeringsklare midler. Fonden ledes af en ”general partner”, der typisk kommer

---

<sup>6</sup> Blume, *Retsystemet og juridisk metode*, s. 40

<sup>7</sup> Modsat investeringer via gældspapirer.

<sup>8</sup> Bernstein mfl., *Private Equity and Industry Performance*, s. 11-12

<sup>9</sup> Hale mfl., PE, s. 5

fra et private equity firma såsom Blackstone, KKR, Carlyle, CVC Capital Partners eller lignende. Den enkelte investering vil typisk være en af flere investeringer, som PE-fonden foretager. De forskellige opkøbte selskaber under fonden betegnes ”porteføljeselskaber”, og der er vandtætte skodder mellem disse. Exit af det enkelte porteføljeselskab kan tage flere forskellige former såsom børsnotering, strategisk salg til et andet selskab eller et sekundært salg til en anden PE-fond.<sup>10</sup> Dertil kommer, at PE-fondens levetid er begrænset, idet fonden efter typisk 7-15 år likvideres.<sup>11</sup>

Den typiske PE-transaktion finansieres både ved brug af kapital og en betydelig mængde gæld, hvoraf navnet LBO kommer. Investeringens afkast afhænger af, i hvilket omfang Targets værdi forøges i investeringsperioden, samtidig med at Targets cash flows er tilstrækkelige til at servicere den betydelige akkvisitions-gæld.<sup>12</sup> Derfor investerer PE-fonde typisk i veletablerede selskaber med stærke cash flows og ofte uudnyttet potentiale, hvorefter PE-fonden i samarbejde med ledelsen optimerer Target mest muligt. Dertil kommer, at investeringen kan ske både mhp. at blive majoritetskapitalejer eller minoritetskapitalejer. Den typiske situation er den, hvor PE-fonden bliver majoritetskapitalejer.

PE er yderligere kendetegnet ved, at Targets ledelse i den nye struktur altid opnår en vis andel af kapitalandelene for at øge deres incitament til at skabe værdiforøgelse. Idet ledelsen efter de fleste PE-fondes opfattelse er den absolut vigtigste faktor for en succesfuld PE-investering, er det hensynet til dem, der afgør hele finansieringens ”egenkapitalside”.<sup>13</sup> Der ses således på, hvor meget ledelsen er i stand til at betale for sine kapitalandele, hvorefter kapitalsiden struktureres derefter. Er PE-fondens strategi eksempelvis, at ledelsen skal have 10 % af de ordinære kapitalandele, og kan ledelsen kun betale \$50.000, vil den samlede *ordinære* kapital udgøre \$500.000. Udgør *hele* kapitalsiden \$500.000.000, vil den resterende del på \$499.500.000 således bestå af instrumenter med fikseret og prioriteret udbytte (ift. ordinære kapitalandele), såsom ”shareholder loan notes<sup>14</sup>” og/eller præferenceaktier.<sup>15</sup> Den del af afkastet, der overstiger de fikserede instrumenters akkumulerede afkast, tilkommer den ordinære kapital, uanset hvor lidt ordinær selskabskapital er til stede (uncapped returns).

## 2.1.2 Finansieringsformer

Overordnet kan en buyout finansieres på to måder: ”private equity” og ”acquisition finance” - i det følgende benævnt egenkapitalsfinansiering og akkvisitionsfinansiering/-gæld (egenfinansiering vs fremmedfinansiering). Om end begge dele kan siges at finansiere en virksom-

---

<sup>10</sup> Ibid., s. 33

<sup>11</sup> Davie, *The Life Cycle of a Private Equity or Venture Capital Fund* (artikel)

<sup>12</sup> Hale mfl., PE, s. 22

<sup>13</sup> Modsat fremmedfinansieringen.

<sup>14</sup> Ansvarligt lån udstedt af PE-fonden frem for at indskyde kapitalandele. Juridisk set er dette dog gæld og ikke egenkapital.

<sup>15</sup> Valget mellem disse to instrumenter er i høj grad båret af skattemæssige hensyn, idet renten på ”shareholder loan notes” i visse jurisdiktioner kan fratrækkes i skat, hvorimod udbytte på præferenceaktier i de fleste jurisdiktioner typisk ikke er fradragsberettiget.

hedsoverdragelse, benyttes begrebet ”akkvisitionsfinansiering” i overensstemmelse med international terminologi som den del af finansieringen, der kommer fra banker og andre finansielle institutioner, hvorimod ”finansiering” benyttes som et samlebegreb for begge former.<sup>16</sup>

Akkvisitionsgælden udgør en stor del af den samlede LBO-finansiering, typisk 40-60%,<sup>17</sup> og gælden er fundamental, når det gælder PE-fondens afkast. Jo større en del er finansieret ved gæld, desto højere er det potentielle afkast på egenkapitalinvesteringen. Risikoen er dog også større, idet flere renter skal serviceres, sml. konkurslovens<sup>18</sup> (”KL”) § 17, stk. 2.

Et farverigt eksempel på ”*the power of leverage*” er den ikoniske LBO af ”Gibson Greetings” i 1982 i USA, hvor den samlede finansiering på \$80 millioner blev tilvejebragt med \$1 million egenkapitalsfinansiering og \$79 millioner akkvisitionsfinansiering. Et individ i investorgruppen, William E. Simon, indskød selv \$330.000 egenkapital, som 18 måneder senere ved børsnoteringen (exit) gav et personligt afkast på ca. \$70 millioner.<sup>19</sup>

### 2.1.3 Finansieringsstruktur

Overordnet anvendes finansieringen til at betale købsprisen med dertilhørende transaktionsomkostninger, til at refinansiere eksisterende gæld i Target samt til at opretholde en vis driftskapital. Endelig, såfremt strategien viser behov for visse anlægsinvesteringer, tager det totale finansieringsbehov også hensyn til dette.<sup>20</sup>

Som det vil fremgå, har finansieringsstrukturen stor betydning ift. selvfinansieringsforbuddet og spørgsmålet om selskabets interesse.

---

<sup>16</sup> Speechley, s. 5

<sup>17</sup> Jonathan Schwarzberg mfl., *LPC: Private Equity firms put more capital, less debt into LBOs*, (Reuters artikel, 2016)

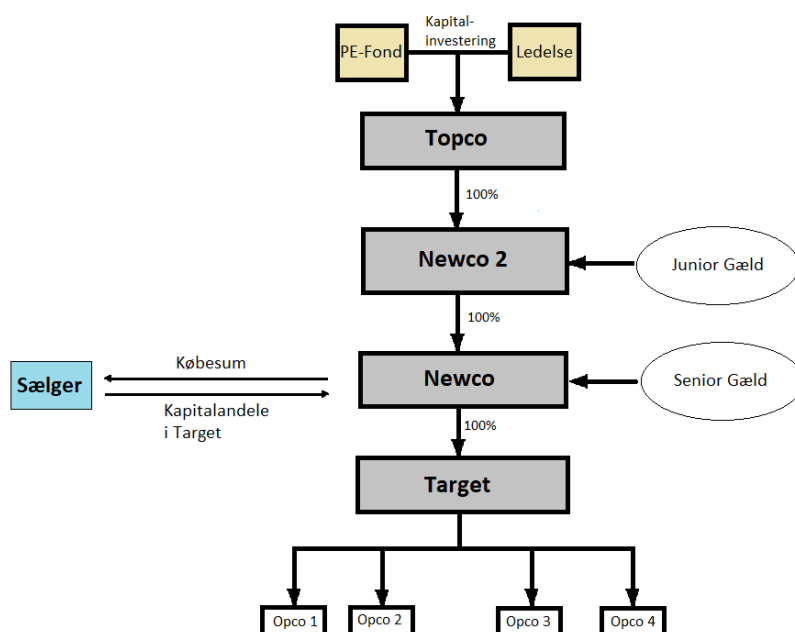
<sup>18</sup> Lov nr. 11 af 6. jan 2014

<sup>19</sup> Ann Crittenden, *Reaping the big profits from a fat cat*, (New York Times artikel, 1983)

<sup>20</sup> Speechley, s. 35 ff. og Cooke, *PE*, s. 260

## 2.1.4 Private equity struktur

Figur 1 - Simple struktur:<sup>21</sup>



PE-LBOs har en særegen struktur, fordi en række special purpose vehicles ("SPVs") oprettes med særlige formål. Først og fremmest oprettes et SPV ("Newco"), som er det selskab, der køber kapitalandelene eller aktiverne i Target. Aktieoverdragelse, som er det typiske, er forudsat som overdragelsesformen i denne afhandling (frem for substansoverdragelse). Derudover ses ofte oprettelsen af yderligere SPVs for strukturelt at efterstille forskellige former for gæld foruden den kontraktuelle efterstillelse i interkreditoraftalen. Jo længere "nede" i strukturen en långiver har sin gæld, desto bedre er denne stillet i insolvenssituationen (se afsnit 2.1.5).

Øverst vil være en form for holdingselskab ("Topco"), som er det selskab, hvori PE-fonden og ledelsen typisk har deres kapitalandele og ansvarlige lånekapital. Dette selskab vil typisk være i en skattevenlig jurisdiktion.

De forskellige ledelsesmedlemmer kan eje deres kapitalandele direkte i Topco, men det ses ofte, at deres ejerskab sker kollektivt gennem et holdingselskab (Manco) eller en form for common law trust (Nominee-co), således at antallet af kapitalejere i Topco reduceres.

Target(s) kan bestå af flere juridiske enheder, men det typiske billede er det, hvor en koncern har et holdingselskab, som så udgør Target. Target vil typisk have en række datterselskaber

<sup>21</sup> Kilde: Egen tilvirkning. Det bemærkes, at hver enkel porteføljeinvestering, som PE-fonden foretager, har sin egen individuelle struktur såsom denne.



(”Opcos”), og det er tænkeligt, at disse er beliggende i forskellige jurisdiktioner, hvilket komplicerer de juridiske spørgsmål, som opstår, når långiverne ønsker at formindske deres risiko.<sup>22</sup> Target og datterselskaberne kan være helejede såvel som delejede, hvor sidstnævnte giver anledning til minoritetsproblematikker. I det følgende antages det, at de er helejede, medmindre andet eksplicit antages.

### 2.1.5 Långivers behov for at få adgang til cash flows

Det følger af de fleste retssystemers insolvenslovgivning, at aktionærer i insolvenssituationen fsva. deres kapitalandele er efterstillet samtlige kreditorer. Danmark er ingen undtagelse herfra, sml. KL kap. 10.<sup>23</sup>

Går Target (A/S) eksempelvis konkurs i eksemplet ovenfor, er senior långiveren (”Långiver”) som udgangspunkt ikke en kreditor i konkursboet, idet dennes (betydelige) fordring alene er mod køberselskabet Newco - altså en anden selvstændig juridisk enhed sml. SL § 1, stk. 2.

Tilsvarende, går Newco (A/S) konkurs, har Långiver ikke adgang til aktiver i Target, idet skyldners (Newcos) eneste aktiver er kapitalandelene i Target A/S. Kurator har på vegne af Newco som kapitalejer hverken ret til at få tilbagebetalt sin egenkapitalsinvestering i selskabet (medmindre Target opløses ved solvent likvidation<sup>24</sup>), eller ejendomsret over den del af selskabets aktiver, der svarer til dets ejerandel.<sup>25</sup> Det er et almindeligt selskabsretligt princip, at den én gang indbetalte kapital kun kan tages ud af selskabet på en af de måder, som SL foreskriver, dvs. som udbytte, kapitalnedsættelse eller ved likvidation.<sup>26</sup>

Ydermere har Newco ikke en direkte ret til overskud i Target, idet overskudsdelingen i SL § 1, stk. 2, 2. pkt. er afhængig af, at relevante regler om kapitalafgang overholdes.<sup>27</sup> Långiver er således i et almindeligt (solvent) forløb afhængig af, at der udloddes udbytte fra Target til Newco, som herefter kan betale Långiver. Herved er Långiver strukturelt efterstillet kreditorerne i både Opcos og Target. De relevante kapitalafgangsregler er SL kap. 11 (§ 179 ff.) for danske selskaber, og den engelske Companies Act 2006 (”CA”), section 829 ff. for engelske selskaber.

Idet der henses til ovenstående, står det klart, at den naturlige strukturelle efterstilling af Långiver medfører, at risikoen forøges for denne, hvilket skal ses i sammenhæng med, hvor stor en del af transaktionen er finansieret med fremmedfinansiering. Dette er hverken i Långivers interesse eller i låntagers, idet en højere risiko utvivlsomt reflekterer højere rentebetalinger og dårligere vilkår. På denne baggrund søger parterne således at nedbringe Långivers risiko gennem forskellige tiltag, hvis nærmere indhold er bestemt af konkrete forhandlinger.

---

<sup>22</sup> Speechley, s. 34-35

<sup>23</sup> Kure, s. 88

<sup>24</sup> Kure, s. 85

<sup>25</sup> Kure, s. 33

<sup>26</sup> Krüger Andersen, s. 251

<sup>27</sup> Kure, s. 33

### 2.1.5.1 Covenants

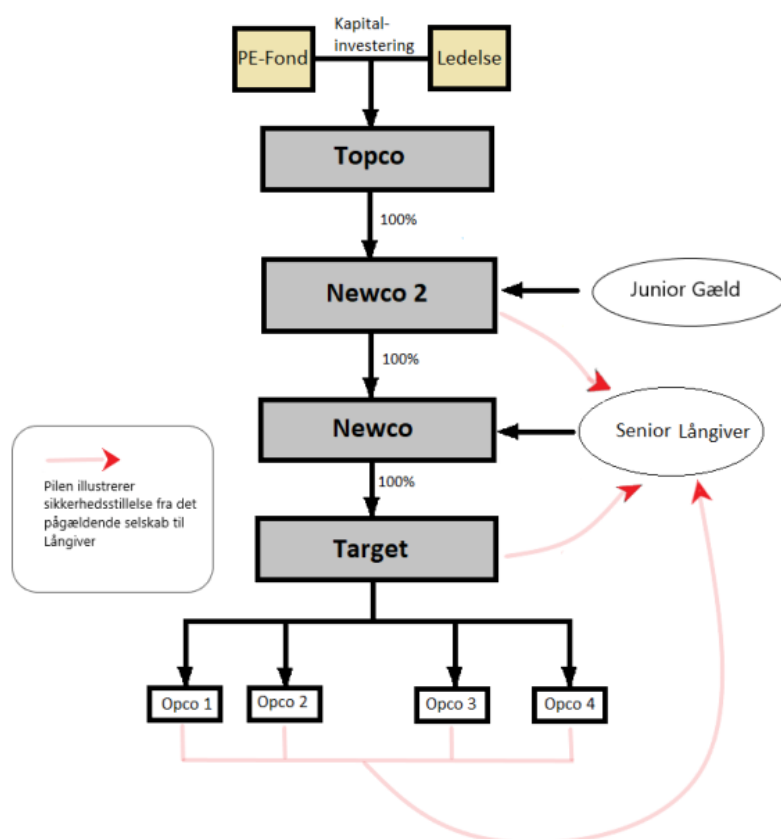
I forlængelse af ovenstående er det centrale dokument mellem Newco og Långiver ”facilities agreement”, som Target/Opcos typisk tiltræder efter closing ved at underskrive en ”deed of accession”. Denne facilities agreement indeholder en række covenants, der skaber tryghed for Långiver.

Brud på covenants giver Långiver adgang til at opsig og accelerere lånet.<sup>28</sup> Dette ændrer dog ikke på Långivers strukturelle efterstillelse.

Det er i teorien diskuteret, hvorvidt covenants kan udgøre ulovlig selvfinansiering. Se afsnit 3.2.4.1.

### 2.1.5.2 Sikkerhedsstillelse

Figur 2 – Sikkerhedsstillelse:<sup>29</sup>



<sup>28</sup> Speechley, s. 209 ff.

<sup>29</sup> Kilde: Egen tilvirkning. Det bemærkes, at selvom Junior Långiver i praksis vil få efterstillet sikkerhed, er fokus, som nævnt i afgrænsningen, i dette speciale på senior gælden. Yderligere bemærkes det, at sikkerhed i kapitalandele ikke indgår i denne figur – se i stedet næste afsnit.

Indledningsvis skal nævnes, at ordet ”sikkerhedsstillelse” i dansk ret ikke er et entydigt begreb. Derfor bliver det i det følgende benyttet som et overordnet samlebegreb for en flerhed af dispositioner, såsom kaution, garantier, pantsætning osv.<sup>30</sup>

Långiver vil for at få et direkte krav mod Target/Opcos insistere på, at disse selskaber længere nede i kæden end Newco i videst muligt omfang stiller sikkerhed. Først og fremmest ved at garantere/kautionere for lånet fra Långiver til Newco. Dertil kommer, at Långiver i stort omfang vil kræve at få sikkerhed i fast ejendom, maskiner, køretøjer, fordringer, bankkontoer, forsikringer, goodwill, IP og rettigheder under kontrakter, herunder Newcos rettigheder mod sælger ifm. SPA’en i form af både flydende og fikseret pant.

Danske (og engelske) internationale privatretlige regler peger på det retssystem, hvor det pantsatte aktiv er lokaliseret (*lex rei sitae/lex situs*), til at afgøre, om panterettigheden er gyldigt stiftet og kan håndhæves over for tredjemand. Er dansk ret gældende ret, skal den relevante sikringsakt for den pågældende aktivform således være iagttaget, for at panteretten kan håndhæves over for tredjemand.<sup>31</sup> <sup>32</sup> I den forbindelse kan det kort nævnes, at de danske former for pant er forholdsvis dyre pga. høje tinglysningsafgifter (grundbeløb + procentdel af det pantsikrede beløb). I internationale sammenhænge udgør dette en (praktisk) hindring, og fokus rettes derfor ofte på alternativer, såsom tinglysning af en negativ erklæring i personbogen (negative pledge),<sup>33</sup> hvorefter Target/Opcos ikke kan stille sikkerhed over for andre uden samtykke fra de påtaleberettigede, jf. tinglysningslovens<sup>34</sup> § 43, stk. 2. Fokus på dette alternativ skyldes, at der alene skal betales et grundbeløb (uden tilføjelse af procentpoint) ved tinglysning af negativ erklæring.<sup>35</sup>

Den upstream sikkerhedsstillelse, som kommer fra Target/Opcos, giver anledning til en række problemer vedr. selvfinansiering og selskabets interesse. Som sagt bliver dette behandlet gennemgribende.

Den junior gæld, som bliver indført i Newco 2, vil blive ”strømmet ned” til Newco, således denne kan betale købsprisen til Sælger. Denne nedstrømning sker typisk ved et koncerninternt lån. Foruden at dette lån er efterstillet seniorgælden i interkreditoraftalen, vil Långiver tillige kræve sikkerhed i den ret, som Newco 2 har mod Newco på tilbagebetaling af lånet (downstream sikkerhedsstillelse). Begrundelsen herfor er, at Långiver ved at tiltræde dette pant kan overdrage koncernen som ”going concern”, *uden* at Newco 2 efterfølgende har krav

---

<sup>30</sup> Kruhl mfl., s. 166

<sup>31</sup> Griffiths mfl., *International Acquisition Finance*, s. 228

<sup>32</sup> Se Iversen mfl., *Panteret*, for en gennemgang af de relevante regler. I det følgende er det forudsat, at sikkerhedsstillelse er oprettet i overensstemmelse med gældende ret.

<sup>33</sup> Se afsnit 3.2.4.1(b) for sammenhængen med selvfinansieringsforbuddet.

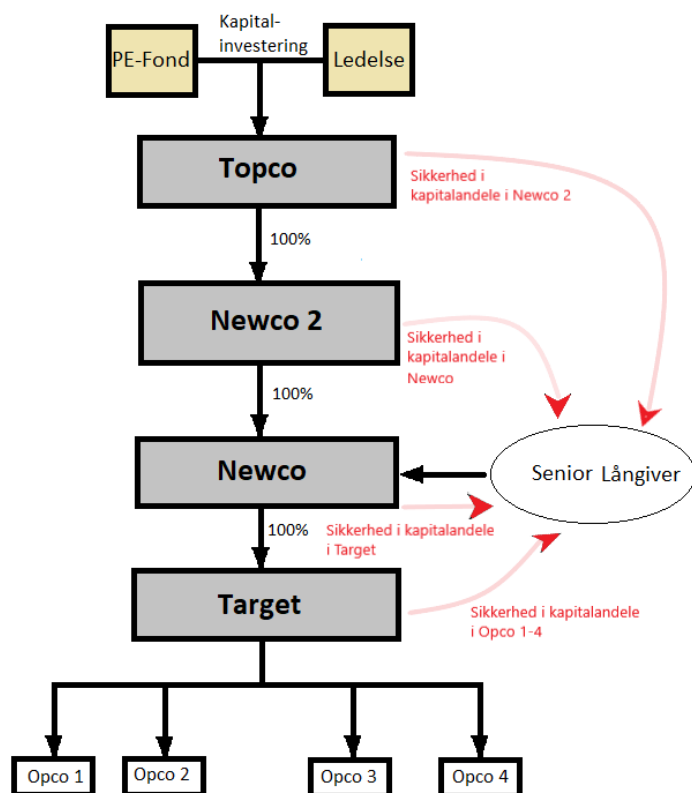
<sup>34</sup> Lov nr. 1075 af 30. sep 2014

<sup>35</sup> Griffiths, op. cit., s. 244

mod Newco, og fordi Långiver tillige ved at tiltræde pantet kan ”fratage” Newco 2’s rettigheder mod Newco og derved krystallisere juniorgældens efterstillelse.<sup>36</sup>

### 2.1.5.3 Sikkerhed i kapitalandele

Figur 3 – Share Pledge:<sup>37</sup>



En særlig form for sikkerhedsstillelse, som fortjener sit eget afsnit, er sikkerhed i kapitalandele. Først og fremmest vil Långiver insistere på at få sikkerhed i kapitalandelene i Target (share pledge).<sup>38</sup> Dette giver hverken anledning til selvfinansieringsproblematikker eller problematikker vedr. selskabets interesse, idet låntager er Newco, som også er ejer af disse kapitalandele. Det kan hævdes, at dette share pledge er den vigtigste form for sikkerhed for Långiver, idet tiltrædelse af pantet muliggør salg af hele koncernen som ”going concern”. Adgang til Targets/Opcos cash flows og aktiver giver dette dog ikke. I en insolvenssituation, hvor det står så skidt til, at Target ikke kan sælges som going concern, er det således essentielt, at Långiver (gennem andre metoder) får adgang til aktiverne og cash flows i Target.

<sup>36</sup> Speechley, s. 233-234

<sup>37</sup> Kilde: Egen tilvirkning

<sup>38</sup> Speechley, s. 227 ff.

Ydermere vil Långiver typisk få sikkerhed over kapitalandelene i de forskellige SPVs "opad" i kæden, typisk med undtagelse af det selskab, hvori PE-fonden/ledelsen har sine kapitalandele (Topco).<sup>39</sup> Dette giver typisk ikke anledning til selvfinansieringsproblematikker eller problematikker vedr. selskabets interesse, fordi det vil være "downstream", hvis eksempelvis Newco 2 stiller sikkerhed over for Långiver i form af sin aktiebeholdning i Newco. En downstream sikkerhedsstilling vil således formodes at komme moderselskabet til gode, idet datterselskabet herved opnår fordele - i dette eksempel fordi det er en forudsætning for akkvisitionsfinansieringen. Denne formodning kan dog konkret afkræftes, f.eks. hvor det pågældende datterselskab er håbløst forgældet og står forud for en konkurs.<sup>40</sup> Eftersom køberselskabet Newco er et SPV, vil dette dog næppe være relevant.

Endelig vil Långiver søge at få sikkerhed over kapitalandelene i de forskellige datterselskaber (Opco 1-4). Dette giver til gengæld anledning til problemer, som vil blive behandlet gennemgribende, idet Targets sikkerhedsstilling over dets aktiebeholdning i Opco 1-4 til fordel for sit moderselskabs gæld vil være "upstream".

Set fra Långivers synspunkt er der ingen grund til at begrænse sin sikkerhed til kapitalandelene i Target. Det kunne eksempelvis vise sig at være mere fordelagtigt at tiltræde pantet højere oppe fsva. kapitalandelene i Newco eller Newco 2 pga. juridiktionelle problemer. Alternativt kunne det være fordelagtigt kun at tiltræde pantet fsva. kapitalandelene i Opco 1 og 2 og frasælge disse selskaber men beholde Opco 3 og 4 i koncernen.

#### **2.1.5.4 Debt pushdown**

I det omfang upstream sikkerhedsstilling ikke direkte er i strid med selvfinansieringsforbuddet, skal en række krav overholdes, alt efter hvilken jurisdiktion det sikkerhedsstillende selskab er underlagt. Upstream sikkerhedsstillingen er således ofte mere "skrøbelig", end hvor det sikkerhedsstillende selskab tillige er låntageren. Derfor er debt pushdown et vigtigt element af akkvisitionsfinansieringen, idet Target/Opcos herved bliver direkte låntager. Helt overordnet går debt pushdown ud på, som navnet indikerer, at dele af det samlede finansieringsbehov på forskellige måder skubbes ned til Target eller Opcos, hvorved Långiver får et *direkte* krav mod det relevante selskab. Se afsnit 3.5.3.

### **3 Selvfinansieringsforbuddet**

#### **3.1 Forbuddets oprindelse og formål**

Selvfinansieringsforbuddet har været en del af dansk ret siden aktieselskabsloven af 1973 (lov nr. 370 af 13. juni 1973). Forbuddet blev senere direktivbundet ved vedtagelsen af det 2. selskabsdirektiv 77/91/EØS af 13. december 1976, hvoraf forbuddet fremgik af art. 23 med det formål at sikre selskabskapitalen samt at varetage aktionærrettigheder. Direktivet, som var et minimumsdirektiv, forbød alene selvfinansiering for aktieselskaber (og altså ikke for anpartselskaber). Danmark valgte imidlertid på frivillig basis tillige at lade forbuddet gælde for anpartsselskaber. I 2006 blev reglerne i det 2. selskabsdirektiv lempet, så der ikke herskede et

---

<sup>39</sup> Speechley, s. 231

<sup>40</sup> Kure, s. 447

absolut forbud for aktieselskaber på direktivbasis. I overensstemmelse med disse nye lempelsesmuligheder valgte Danmark at lempe forbuddet, således der ikke længere gjaldt et *absolut* forbud. Nu er der en lovlig selvfinansieringsprocedure.<sup>41</sup> Selvfinansieringsforbuddet gælder dog fortsat for både aktie- og anpartsselskaber, jf. ordlyden i SL § 206, stk. 1: ”*Et kapital-selskab må ikke...*”

I betænkning nr. 540/1969<sup>42</sup> til 1973-loven henvises til en passage i betænkning nr. 362/1964, hvor fokus er på den situation, hvor et SPV-selskab køber et selskab ”*med den udtrykkelige eller stiltiende aftale, at lånet efter overtagelsen af selskabet skal indfries ved hjælp af det overtagne selskabs midler.*” Ydermere blev forslaget begrundet med forøget aktualitet som følge af det i Boss-sagen passerede. En eksplicit holdning til selvfinansiering blev således ikke udtrykt, om end henvisningen til Boss-sagen synes at kunne tages til indtægt for, at man med forbuddet søgte at varetage kreditorers og andre interessenters interesser. Dette er i overensstemmelse med betænkning nr. 1498/2008 om Modernisering af selskabsretten,<sup>43</sup> hvor det fremgår, 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.*”

Herved er der et åbenlyst indbygget dilemma, idet Newco utvivlsomt foretager købet af Target med en forventning om, at Target på sigt opnår økonomisk overskud, som kan udloddes til Newco, hvorved Target finansierer sin egen overtalelse. Der er således ikke noget odiøst over, at en investor forventer at opnå et afkast på sin investering.<sup>44</sup>

I England blev det første selvfinansieringsforbud stadfæstet ved lov i 1928, og er siden blevet ændret løbende. Værd at notere er, at England løbende har lempet på forbuddet. I 1985 blev reglen lempet, således at der for private limited companies<sup>45</sup> var en ”whitewash” procedure. Der skete yderligere lempelse ved vedtagelsen af den nugældende CA 2006, hvorefter private limited companies helt er undtaget fra forbuddet. Dette fremgår af bestemmelsens ordlyd, idet CA Section 678(1) foreskriver, ”... *acquiring or proposing to acquire shares in a public company...*” Dette har ført til den forholdsvis simple løsning til selvfinansieringsforbuddet, at man blot omdanner fra public til private – en løsning som dog ikke er tilgængelig i Danmark.

Selvfinansieringsforbuddet var fra start møntet på LBOs.<sup>46</sup> Dommeren Lord Greene MR i *Re VGM Holdings* [1942] udtalte bl.a. vedr. LBOs:

---

<sup>41</sup> Schans Christensen, *Kommentar*, s. 556 og Bunch & Whitt, s. 862

<sup>42</sup> S. 159

<sup>43</sup> S. 1021

<sup>44</sup> Kure, s. 115-116, Kruhl mfl., s. 199 og Bunch & Whitt, s. 872

<sup>45</sup> Sammenligneligt med det danske anpartsselskab.

<sup>46</sup> Ferran mfl., *Principles of Corporate Finance Law*, s. 234

*"That transaction was a common one, and it gave rise to great dissatisfaction and, in some cases, great scandals."*

Ved en senere reform af Companies Act beskrev "the Jenkins Committee" misbruget som:<sup>47</sup>

*"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 to likely that in many cases the company will be made to part with its funds either on inadequate security or for an illusory consideration."*

Endelig beskrev dommeren Lord Denning MR i *Wallersteiner v Moir* [1974] LBO-"misbruget" som "snyd".

Det fremgår klart af det ovenstående, at selvfinansieringsforbuddet efter engelsk ret historisk set har været begrundet med, at der er noget odiøst over at lade et selskab bistå en køber med at købe sig selv til ugunst for kreditorer og andre interessenter. Rationalet er stadig det samme i dag, om end forbuddet dog er lempet betydeligt, *især* fordi forbuddet ikke gælder private limited companies.

## 3.2 Forbuddets omfang

### 3.2.1 Indledning

SL § 206, stk. 1 har følgende ordlyd:

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.

Behovet for særskilt at regulere selvfinansiering (og generelt økonomisk bistand med selskabets egne midler i SL kapitel 13) er udtryk for, at det selskabsretlige udgangspunkt er et andet. Uden forbuddet ville selvfinansiering således alene være begrænset af SL's øvrige begrænsninger såsom forsvarlighedskravet, og at selvfinansieringen skal være i selskabets interesse.<sup>48</sup> Fsva. de dispositioner, der falder uden for selvfinansieringsforbuddet, skal disse krav således stedse være opfyldt. Begrebet "selskabets interesse" diskuteres i afsnit 3.4.2.

### 3.2.2 Tredjemands erhvervelse af kapitalandele i selskabet eller i dets moderselskab

Der synes at være konsensus i den juridiske litteratur om, at "erhvervelse" skal forstås både som overdragelse af allerede eksisterende kapitalandele samt tegning af kapitalandele.<sup>49</sup> Dette er i overensstemmelse med forarbejderne, som anfører, "ved selvfinansiering er det meget vigtigt, at der i høj grad anlægges en formålsfortolkning, når det skal fastslås, hvorvidt der

<sup>47</sup> Report of the Company Law Committee (Cmnd 1749, 1962)

<sup>48</sup> Kure, s. 115

<sup>49</sup> Se f.eks. Schans Christensen, *Kommentar*, s. 557, Kure, s. 115, Kruhl mfl., s. 157 og Bunch & Whitt, s. 868

er selvfinansieringselementer i en konkret disposition.”<sup>50</sup> Såfremt forbuddet ikke omfattede tegning, ville det praktisk talt være illusorisk, idet man i stedet for en overdragelse af kapitalandele blot kunne nedsætte den eksisterende selskabskapital i Target og udstede nye kapitalandele til Newco.

Det fremgår af Erhvervsstyrelsens praksis, at bestemmelsen skal fortolkes objektivt, uden hensyntagen til samtykke fra kreditorer eller lignende.<sup>51</sup> Kruhl mfl. anfører, at selvfinansieringsforbuddet ikke har nogen bagatelgrænse.<sup>52</sup> Dette har støtte i ordlyden af bestemmelsen og må derfor tiltrædes. (I modsætning til den engelske version, hvor ”any other financial assistance”, der således falder *uden* for CA S 677(1)(a-c) har krav om materialitet, jf. CA S 677(1)(d).)

Forbuddet rammer endvidere kun dispositioner vedr. ”tredjemands erhvervelse af kapitalandele”. Forbuddet gælder således *ikke* ifm. substansoverdragelser, idet tredjemand i så fald ikke erhverver kapitalandele.<sup>53</sup> Dog advokerer Kruhl mfl. for, at ”kapitalandele” skal forstås i bred forstand, således at finansielle instrumenter, der giver erhververen ret til på et senere tidspunkt at tegne kapitalandele, ligeledes er omfattet, selvom de pågældende finansielle instrumenter i sig selv ikke udgør ”kapitalandele”. Dette kunne eksempelvis være warrants og konvertible gældsbreve.<sup>54</sup> Dette synes umiddelbart i overensstemmelse med den formålsfortolkning, der skal anlægges. Idet vi i dansk ret ikke har en domsafgørelse vedr. spørgsmålet (endnu), kan det dog ikke med absolut sikkerhed udelukkes, at domstolene ville finde frem til, at eksempelvis bistand til tredjemand til køb af allerede eksisterende konvertible gældsbreve under særlige omstændigheder ikke udgør ulovlig selvfinansiering. I denne sammenhæng kan perspektiveres til den engelske sag *Mosely v Koffyfontein Mines Ltd [1904]*, hvor spørgsmålet opstod ifm. forbuddet mod at udstede aktier under par. I sagen udstedte selskabet diskonterede (80 %) konvertible gældsbreve,<sup>55</sup> som kunne konverteres til kapitalandele i selskabet for deres pålydende (100 %). Domstolen fandt under de konkrete omstændigheder, at dette var at sidestille med at udstede kapitalandele under par, hvorfor det var ulovligt, men udtalte samtidig, at det afhænger af konverteringsmekanismen og parternes intentioner. Det kunne således tænkes, at en dansk domstol ville se på parternes intentioner samt konverteringsmekanismer, og konkret finde frem til, at den ydede bistand til køb af konvertible gældsbreve (som juridisk set ikke er kapitalandele) ikke udgør en omgåelse af selvfinansieringsforbuddet, og således er lovlig. Det kunne eksempelvis tænkes, at konverteringsmekanismen ikke tillader en konvertering før om 10 år.

---

<sup>50</sup> Bet nr. 1498/2008 s. 1022

<sup>51</sup> Erhvervsstyrelsens udtalelse af 13. oktober 1997, omtalt på s. 869 i Bunch & Whitt

<sup>52</sup> Kruhl mfl., s. 168 og 199 samt Skjerbek, s. 147

<sup>53</sup> Kure, s. 119 og Werlauff: U.2001B.381

<sup>54</sup> Kruhl mfl., s. 158-159

<sup>55</sup> Eksempelvis hvis et gældsbrev pålydende 100 kr. udstedes for 80 kr. Her har kreditor stadig ret til at modtage 100 kr. fra debitor.



Begrebet ”tredjemand” synes at skulle forstås som enhver anden fysisk eller juridisk person end Target selv, uanset om personen er dansk eller udenlandsk.<sup>56</sup>

Endelig skal begrebet ”moderselskab” i § 206, stk. 1 fortolkes udvidende, således at det også vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, hvis et selskab bistod tredjemand med køb af kapitalandele i sit moderselskabs moderselskab (osv.), så længe koncernforbindelsen er intakt.<sup>57</sup> Dette er umiddelbart i strid med ordlyden i SL § 6, 2. pkt., hvorefter et selskab kun kan have ét direkte moderselskab, men åbenlyse omgængelsesbetragtninger og den formålsfortolkning, som SL § 206 skal underlægges, må antages at medføre, at modermoderselskaber er omfattet. Det følger af SL §§ 6 og 7, at det afgørende i bedømmelsen er, hvem der har bestemmende indflydelse som defineret i § 7, stk. 2 og 3. Se afsnit 3.3.2 om territorial rækkevidde for, i hvilket omfang udenlandske selskaber er omfattet.

### 3.2.2.1 Det samlede finansieringsbehovs struktur i forhold til ”erhvervelse af kapitalandele”

Det er vigtigt at have for øje, at det samlede finansieringsbehov vil være større end den købesum, som Newco betaler sælger for kapitalandelene. I forlængelse af afsnit 2.1.3 bemærkes det, at selvfinansieringsforbuddet alene omfatter den del af det samlede finansieringsbehov, der går til ”tredjemands erhvervelse af kapitalandele”. Dette fremgår af bestemmelsens ordlyd og er i overensstemmelse med formålet.

Den del af det samlede finansieringsbehov, der går til refinansiering af eksisterende gæld, anlægsinvesteringer, driftskapital mv. er således ikke omfattet af forbuddet.<sup>58 59</sup> Der må dog anlægges en konkret bedømmelse, idet visse omkostninger er omfattet af begrebet. Se eksempelvis nedenfor ift. transaktionsomkostninger. Det afgørende synes at måtte være, om den pågældende omkostning er nødvendig for tredjemands erhvervelse af kapitalandelene.

### 3.2.3 Yde lån

Begrebet ”lån” giver ikke anledning til megen tvivl. Den klassiske situation, hvor Target yder Newco et lån til at betale for kapitalandelene i Target, er således i udgangspunktet forbudt, jf. SL § 206, stk. 1.

Juridisk interessant er til gengæld, hvorvidt efterfølgende (koncern)lån<sup>60</sup> og det pågældende selskabs deltagelse i cash pool ordninger udgør ulovlig selvfinansiering. Disse emner behandles nedenfor.

#### 3.2.3.1 Koncernlån

Et selskab må alene yde økonomisk bistand til dets kapitalejere eller ledelsen i selskabet, hvis betingelserne i SL § 210, stk. 2 er opfyldt. I en PE-LBO er fokus dog på SL § 211, idet der

<sup>56</sup> Kure, s. 119 og Kruhl mfl., s. 161

<sup>57</sup> Kruhl mfl., s. 160

<sup>58</sup> Speechley, s. 111-112 og 585-586 og Bunch & Whitt, s. 880 vedr. efterfølgende koncernlån til anlægsinvesteringer.

<sup>59</sup> Dette uddybes i afsnittet om debt pushdown.

<sup>60</sup> Fordi Newco efter akquisitionen notorisk vil være i et koncernforhold med Target/Opcos, på hvilket tidspunkt det vil være et koncernlån.

altid etableres et Newco, som agerer køber, og derved bliver moderselskab. Den praktiske hovedregel i PE-LBOs er således, at koncernlån er lovligt i medfør af SL § 211, uanset betingelserne i SL § 210, stk. 2 ikke er opfyldt.

Undtagelsen i SL § 211 er dog alene en undtagelse til § 210, og har således ikke forrang ift. selvfinansieringsforbuddet. Et koncernlån i overensstemmelse med SL § 211 kan således desuagtet udgøre ulovlig selvfinansiering, jf. SL § 206.<sup>61</sup>

Kruhl beskriver meget sigende en indbygget konflikt derved, at man på den ene side ikke kan lade selvfinansieringsforbuddet hindre koncernlån til Newco for evig tid, men at det samtidig ville udgøre ulovlig selvfinansiering, hvis Target dagen efter akquisitionen ydede Newco et lån, som herefter anvendtes til at afbetale på akquisitionsgælden.<sup>62</sup>

Erhvervsstyrelsens praksis kan opsummeres således, at et efterfølgende koncernlån fra Target/Opcos til Newco for at være lovligt skal opfylde følgende betingelser:<sup>63</sup>

1. Midlerne fra koncernlånet må ikke anvendes til at tilbagebetale akquisitionsgæld - hverken renter eller afdrag. Det er i den forbindelse uden betydning, hvor lang tid der er mellem akquisitionen og det efterfølgende koncernlån. Ligeledes ændres dette ikke ved, at det ved akquisitionen *ikke* var forudsat, at der skulle ske efterfinansiering med midler fra Target<sup>64</sup>;
2. Udlånet må ikke have indgået i finansieringsplanerne for overtagelsen af kapitalandelen i Target; og
3. På tidspunktet for koncernlånet er det forudsætningen, at Newco har både evne og vilje til at tilbagebetale lånet.

Det kan af denne praksis udledes, at et koncernlån (efter Erhvervsstyrelsens opfattelse) kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet, selvom der ikke de facto er sket betaling af renter/afdrag på akquisitionsgælden (betingelse 1), hvis blot betingelse 2 eller 3 ikke er opfyldt. Dette virker *umiddelbart* vidtgående. SL § 206, stk. 1 synes imidlertid med ordene ”*for* tredjemands erhvervelse”, at lægge vægt på det oprindelige formål med den økonomiske bistand, og således ikke på, om den økonomiske bistand *de facto* anvendes til at betale for kapitalandelenes købesum eller om erhvervelsen fuldbyrdes. Dette stemmer overens med engelsk ret, hvor det ikke er et krav, at erhvervelse af kapitalandele er fuldbyrdet, idet CA S 678(1) foreskriver at ”*where a person is acquiring or proposing to acquire shares in a public company, it is not lawful for that company... to give financial assistance.*”

---

<sup>61</sup> Werlauff: U 2001B.381, Kruhl mfl., s. 161 og Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 435

<sup>62</sup> Kruhl mfl., s. 161

<sup>63</sup> Bunch & Whitt, s. 880

<sup>64</sup> Denne sidste passus er ikke i strid med betingelse 2, idet Erhvervsstyrelsen blot præciserer, at en overholdelse af betingelse 2 ikke i sig selv er tilstrækkeligt til, at koncernlånet er lovligt, hvis betingelse 1 er overtrådt.

Styrelsens praksis har i litteraturen været udsat for en del kritik, hvor især betingelse 1 kritiseres.

Kruhl mfl. kritiserer Erhvervsstyrelsens praksis, idet de anfører, at Erhvervsstyrelsens hjemmel er tvivlsom, og at disse ”betingelser” snarere må forstås som momenter i det skøn, Erhvervsstyrelsen i hvert tilfælde må udøve, hvor det afgørende må være, om lånet de facto anvendes til at betale renter/afdrag på akkvisitionsgælden. De anfører yderligere, at det ikke konkret kan udelukkes, at der *ikke* foreligger selvfinansiering, selvom en del af koncernlånet de facto anvendes til at betale renter/afdrag på akkvisitionsgælden. F.eks. ved at koncernlånet er indgået på samme konto som den, hvor der betales renter/afdrag på akkvisitionsgælden.<sup>65</sup> Skjerbek anfører ligeledes, at den faktiske anvendelse af koncernlånet ikke kan være eneafgørende, men at man tillige skal se på, om koncernlånet indgik i den samlede finansieringsplan samt tidsrummet fra akkvisitionen til ydelsen af koncernlånet.<sup>66</sup>

I forlængelse af en sådan de facto betaling af akkvisitionsgæld skal nævnes den særlige problemstilling, som opstår, hvor der efterfølgende sker refinansiering af gæld på en sådan måde, at de forskellige gældsposter blandes sammen, således det er uvist, om et ydet lån anvendes til at betale renter/afdrag på akkvisitionsgæld eller ej. Kure anfører ud fra en formålsfortolkning af SL § 206, stk. 1, at det afgørende må være, at det efterfølgende koncernlån ikke er større end den del, som svarer til *anden* gæld end akkvisitionsgæld.<sup>67</sup> Dette synes i overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013 vedr. en obligationsudstedelse, hvor en del heraf var anvendt til at finansiere erhvervelse af kapitalandele, og hvor moderselskabet ifm. en senere førtidig indfrielse af obligationerne søgte at optage lån hos de forskellige datterselskaber. Koncernlånene ville efter styrelsens opfattelse ikke være i strid med selvfinansieringsforbuddet i det omfang, det centrale ledelsesorgan dokumenterbart sikrede, at akkvisitionsgælden forblev uberørt, således alene driftsgælden blev afdraget på.<sup>68</sup>

Schans Christensen anfører, at det afgørende er, hvad formålet med lånet er, og at det derimod ikke er udslagsgivende, om lånet optages før eller efter erhvervelsen, ”*så længe det har været en del af den samlede finansieringsplan.*” Han er samme sted opmærksom på de bevismæssige problemer, sådanne efterfølgende lån kan medføre, og opstiller en formodningsregel, hvorefter lån ydet lang tid efter akkvisitionen ikke anses som en del af den samlede finansieringsplan, medmindre særlige holdepunkter taler for andet.<sup>69</sup> Et sådant særligt holdepunkt kunne efter min opfattelse være, hvis lånet på en ikke tilfældig måde de facto var anvendt til at tilbagebetale akkvisitionsgæld. En formålsfortolkning synes i overensstemmelse med dette, idet man i modsat fald en periode efter akkvisitionen kunne lade Target yde koncernlån til Newco

---

<sup>65</sup> Kruhl mfl., s. 162-164

<sup>66</sup> Skjerbek, s. 76

<sup>67</sup> Kure, s. 152

<sup>68</sup> Bunch & Whitt, s. 950

<sup>69</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 434

for derefter at afbetale på akkvisitionsgælden, uden at dette udgjorde selvfinansiering under henvisning til, at lånet ikke var en del af den oprindelige finansieringsplan.

Werlauff lægger vægt på, om overtagelsen og koncernlånet fremstår som en *helhed*. I bekræftende fald anfører han, at det udgør selvfinansiering.<sup>70</sup> Den omstændighed, at koncernlån bruges til at indfri akkvisitionsgæld, er således ikke i sig selv nok.<sup>71</sup>

Illum og Krog Andersen anfører, at efterfinansiering i form af koncernlån vil være ulovlige, uden at komme nærmere ind på en "helhedsbetragtning".<sup>72</sup>

Krüger Andersen anfører følgende uden at komme forbindelsen nærmere: "*På et eller andet senere tidspunkt må begrænsningen i [§ 206, stk. 1] imidlertid høre op, således at man falder tilbage til hovedreglen om, at koncernlån er tilladt.*"<sup>73</sup>

Lund-Andersen anfører, at forbindelseskravet mellem erhvervelsen af kapitalandelene og den økonomiske bistand skal være opfyldt, for at der kan være tale om selvfinansiering. Han konkluderer, at hvor den efterfølgende bistand var en del af den samlede finansieringsplan, er dette omfattet af selvfinansieringsforbuddet. I strid med Erhvervsstyrelsens praksis konkluderer han også, at hvor den efterfølgende økonomiske bistand *ikke* var en del af den samlede finansieringsplan, vil det ikke udgøre ulovlig selvfinansiering, uanset at bistanden anvendes til at betale akkvisitionsgæld.<sup>74</sup> Til støtte herfor henviser han til lovkommentaren af Bunch og Rosenberg (nu Bunch & Whitt), hvor det anføres, at der ikke ville kunne være tale om *lovlig selvfinansiering*, idet SL § 206, stk. 2 har et krav om, at lovlig selvfinansiering skal ske "i forbindelse med" akkvisitionen.<sup>75</sup> Ydes et efterfølgende koncernlån uden oprindeligt at have indgået i finansieringsplanen, er dette således ikke "i forbindelse med" akkvisitionen som påkrævet efter SL § 206, stk. 2, og kan følgelig ikke udgøre »lovlig selvfinansiering«. Det af Bunch & Whitt anførte krav om "i forbindelse med" synes at kunne udledes direkte af ordlyden i SL § 206, stk. 2, men et lignende krav fremgår ikke af ordlyden vedrørende forbuddet i SL § 206, stk. 1. Lund-Andersen synes således at overføre det forbindelseskrav, der er iht. »lovlig selvfinansiering« i SL § 206, stk. 2 til det generelle forbud i SL § 206, stk. 1. Dette synes ikke at have støtte i ordlyden.

Til støtte for Lund-Andersens synspunkt skal dog bemærkes, at ordlyden i aktieselskabsloven<sup>76</sup> og anpartsselskabsloven<sup>77</sup> (historiske) var i overensstemmelse hermed, idet ASL § 115, stk. 2 og APSL § 49, stk. 2 anførte: "*Et selskab må ikke yde lån til finansiering af erhvervelse af aktier i selskabet eller aktier eller anparter i dets moderselskab. Et selskab må heller ikke*

---

<sup>70</sup> U 2001B.381

<sup>71</sup> Werlauff mfl., *Kommentar*, s. 1006

<sup>72</sup> ET.2007.4

<sup>73</sup> Krüger Andersen, *Studier i dansk koncernret*, s. 596-597

<sup>74</sup> U 2012B.119

<sup>75</sup> Se Bunch & Whitt, s. 915

<sup>76</sup> LBK nr. 649 af 15. juni 2006

<sup>77</sup> LBK nr. 650 af 15. juni 2006

*stille midler til rådighed eller sikkerhed i forbindelse med sådan erhvervelse.*” Dertil kommer, at det i forarbejderne til SL § 206, stk. 1 angives: ”Med stk. 1 fastholdes som udgangspunkt det gældende forbud mod selvfinansiering. Bestemmelsen svarer med sproglige modifikationer til den gældende regel i aktieselskabslovens § 115, stk. 2, og anpartsselskabslovens § 49, stk. 2.”<sup>78</sup> Dette kunne således tale for, at der fortsat gælder et forbindelseskrav i SL § 206, stk. 1, selvom dette ikke eksplicit fremgår af bestemmelsens ordlyd.

Kure stiller sig på samme måde som Lund-Andersen og Kruhl kritisk over for Erhvervsstyrelsens hjemmel til at antage, at enhver efterfølgende selvfinansiering er omfattet af forbuddet, uanset om dette var en del af finansieringsplanen. Han plæderer for, at der må sondres mellem den situation, hvor selvfinansieringen var henholdsvis ikke var en del af den samlede finansieringsplan.<sup>79</sup>

Ud fra ovenstående synes den juridiske litteratur på forskellig vis at henvide til, at der er en form for forbindelseskrav, for at efterfølgende koncernlån udgør selvfinansiering, jf. SL § 206, stk. 1 (som har en vis støtte i forarbejderne), hvorimod det efter Erhvervsstyrelsens praksis urokkeligt udgør selvfinansiering, hvis dele af lånet de facto anvendes til betaling af akquisitionsgæld, uanset om lånet var en del af finansieringsplanen eller ej, jf. betingelse 1 ovenfor. En praktisk tilgang til problemet vil være at sørge for, at koncernlånet på ingen måde kommer til at indgå på den konto, hvorfra der betales renter/afdrag på akquisitionslånet, og hvis det gør, at ledelsen i så fald sørger for at dokumentere, at koncernlånet *ikke* går til betaling af akquisitionsgæld, jf. udtalelsen ovenfor af 16. april 2013.

Afslutningsvis skal det bemærkes, at Erhvervsstyrelsens praksis ikke er normerende for domstolene, og at det derfor i sidste ende er op til domstolene at afgøre, i hvilket omfang, hvis overhovedet, der gælder et sådant forbindelseskrav, om end Spleths berømte kommentar, der dog konkret omhandler administrativ praksis i skattesager, kan anføres som argument for, ”at domstolene i tvivlstilfælde er ret utilbøjelige til at ville omstøde en fast praksis.”<sup>80</sup>

### 3.2.3.2 Cash Pools

I praksis forekommer det ofte, at koncerner indgår i en cash pool-ordning. Selskaberne samarbejder herved om at sikre en likviditetsordning selskaberne imellem for at udnytte overskudslikviditet bedst muligt.<sup>81</sup>

Betænkingsudvalget har forklaret, hvordan ordningerne kan variere meget. Én mulighed er en cash pool-ordning, hvor der oprettes en fælles konto, typisk i moderselskabets navn, som selskaberne herefter kan disponere over iht. fuldmagt. En anden mulighed er en ordning, hvor der oprettes en konto for hvert selskab, hvorefter der *enten* foretages ”interest netting” (fiktiv

<sup>78</sup> FT 25-03-2009, Tillæg A, s. 5279 og Bet nr. 1498/2008 s. 1022

<sup>79</sup> Kure, s. 122-123

<sup>80</sup> U 1965B.250

<sup>81</sup> Kruhl mfl., s. 164

sammenregning af alle konti til brug for renteberegning) eller ”zero-balancing” (overskudslikviditet overføres til en master account).<sup>82</sup> Hvor cash pool-ordningen er af fiktiv karakter som ved ”interest netting”, vil der i det følgende blive refereret til ”uegentlig” cash pool.

Betænkningssudvalget advokerede for, at det ikke ville være hensigtsmæssigt med en særlig regulering grundet cash pool ordningernes høje grad af forskelligartethed.<sup>83</sup> Der gælder således ingen særlovgivning for cash pool ordninger, hvorfor ordningerne må indpasses i det eksisterende regelsæt om aktionærlån og selvfinansiering.<sup>84</sup> Læseren gøres opmærksom på, at cash pool ordninger her alene skal behandles i relation til selvfinansieringsforbuddet. Erhvervsstyrelsens (skiftende) praksis vedr. cash pool-ordninger generelt (der har sit fokus på samspillet mellem SL §§ 210-212) berøres således ikke.<sup>85</sup> Det er da også klart, at foruden overholdelse af SL §§ 210-212 skal sådanne cash pool-ordninger tillige være forsvarlige og i selskabets interesse.

(a) *Egentlig cash pool*

Er der tale om en ”egentlig” cash pool-ordning, kan dette udgøre selvfinansiering, når ordningen anvendes til at betale renter/afdrag på akkvisitionsgælden. Problemet ligger i den sammenblanding af gæld, som beskrevet af Kure ovenfor, hvorefter det kan være svært at ”spore pengestrømmen”.<sup>86</sup> Er der tale om én konto, kunne man således anføre argumentet ift. akkvisitionsgæld og anden gæld, at man ikke kan ”skille det varme vand fra det kolde”. Kruhl mfl. plæderer dog for, at selvom det ofte vil være udslagsgivende, om der de facto sker betaling af renter/afdrag på akkvisitionsgælden, må der fastholdes en form for forbindelseskrav som anført ovenfor under koncernlån.<sup>87</sup>

Kure anfører, at Targets deltagelse i cash pool-ordningen ikke direkte er et problem ift. selvfinansieringsforbuddet, men at det bør sikres, at Targets indestående i ordningen ikke anvendes til at betale akkvisitionsgæld. I denne forbindelse gør han opmærksom på de bevismæssige vanskeligheder, dette kan medføre. Afslutningsvis antager han dog, at det må være tilstrækkeligt, hvis Newco kan dokumentere, at det ville være i stand til at betale renter/afdrag på akkvisitionsgælden, selv hvis Target ikke indgik i cash pool-ordningen.<sup>88</sup>

Kures afsluttende passus synes at være i overensstemmelse med Erhvervsstyrelsens praksis. I en udtalelse af 15. marts 2011 udtalte styrelsen, at hvis et selskab ved forudgående træk på cash poolen erhverver kapitalandele i et selskab, som herefter tiltræder cash pool-ordningen, vil dette udgøre selvfinansiering pga. den fælles hæftelse, der typisk er i egentlige cash pool-ordninger. Er der derimod ikke sammenhæng mellem erhvervelsen og Targets deltagelse i

---

<sup>82</sup> Bet 1498/2008, s. 507-508

<sup>83</sup> Ibid., s. 508

<sup>84</sup> Bunch & Whitt, s. 951

<sup>85</sup> For en gennemgang heraf henvises til Bunch & Whitt, s. 950 ff.

<sup>86</sup> Kure, s. 152

<sup>87</sup> Kruhl mfl., s. 165

<sup>88</sup> Kure, s. 152

cash poolen, er deltagelsen ikke i strid med selvfinansieringsforbuddet, såfremt det kan dokumenteres, 1) at Targets deltagelse ikke indgik i finansieringsplanen for akkvisitionen, og 2) at deltagelsen heller ikke var nødvendig for at opnå den fornødne finansiering.<sup>89</sup> Kravet i 1) synes sprogligt at være det samme som vedr. efterfølgende koncernlån som omtalt ovenfor, hvortil henvises. Kravet i 2) synes derimod at være et krav om, at Newco/køberselskabet har ”evnen” til at betale tilbage uden Targets deltagelse i cash pool-ordningen som anført af Kure.

Der findes ikke andre udtalelser fra Erhvervsstyrelsen end denne, der omhandler selvfinansieringsforbuddet i en cash pool kontekst. Man efterlades derfor med spørgsmålet, om det efter Erhvervsstyrelsens praksis vil udgøre selvfinansiering, såfremt en cash pool-ordning er i overensstemmelse med udtalelsen fra 15. marts 2011, men hvor der desuagtet de facto sker betaling af akkvisitionsgæld gennem ordningen. Svaret hertil synes at afhænge af, om Erhvervsstyrelsens (strikte) praksis vedr. koncernlån ift. selvfinansieringsforbuddet kan overføres på cash pool-ordninger. Dette må antages at være tilfældet, idet cash pool-ordninger er omfattet af SL § 211. Bunch & Whitt omtaler desuden cash pool-ordninger som en ”særlig type koncerninterne lån”.<sup>90</sup> I overensstemmelse med det af Kruhl mfl. og Kure anførte ovenfor, synes det afgørende således at være, om der sker de facto betaling af akkvisitionsgæld gennem ordningen.

I forlængelse heraf synes Erhvervsstyrelsens udtalelse af 16. april 2013<sup>91</sup> at tale for, at en egentlig cash pool-ordning ikke strider imod selvfinansieringsforbuddet, hvis ledelsen kan dokumentere, at Targets indestående ikke anvendes til at betale renter/afdrag på akkvisitionsgælden, men alene *anden* gæld. Modsætningsvis kan det udledes, at det vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet, hvis cash pool-ordningen anvendes til at betale af på akkvisitionsgælden.

For egentlige cash pool-ordninger ift. selvfinansieringsforbuddet kan sammenfattes, at praksis er meget sparsom, men at Erhvervsstyrelsen må antages at tage udgangspunkt i, hvorvidt den konkrete cash pool-ordning konkret anvendes til at betale akkvisitionsgæld som ved efterfølgende koncernlån, ligesom den vil se på, om ordningen indgik i den samlede finansieringsplan, og om ordningen var nødvendig for Newco til at opnå den fornødne finansiering. Som ved koncernlån er det i sidste ende op til domstolene at vurdere spørgsmålet, herunder om der gælder et forbindelseskrav som anført af Kruhl mfl.

(b) *Uegentlig cash pool*

Bunch<sup>92</sup> & Whitt anser ikke ”uegentlige” cash pool-ordninger for overhovedet at udgøre cash pool-ordninger.<sup>93</sup> I overensstemmelse hermed anfører Kruhl, at det er Erhvervsstyrelsens praksis, at ”interest netting” ikke er omfattet af SL § 210, stk. 1.<sup>94</sup> Med støtte heri plæderer

---

<sup>89</sup> Bunch & Whitt, s. 956-958

<sup>90</sup> Bunch & Whitt, s. 950

<sup>91</sup> Omtalt ovenfor vedr. koncernlån. Se Bunch & Whitt, s. 950

<sup>92</sup> Læseren gøres opmærksom på, at Lars Bunch tidligere har været kontorchef i Erhvervsstyrelsen i 15 år.

<sup>93</sup> Bunch & Whitt, s. 951

<sup>94</sup> Kruhl mfl., s. 50

han for, at en ”uegentlig” cash pool-ordning ikke vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet. Han er dog samme sted opmærksom på, at såfremt Target er det eneste selskab i ordningen med indlån, og det væsentligste udlån i cash pool-ordningen er akkvisitionslånet, vil Target de facto betale renteudgifter på akkvisitionslånet som følge af den renteudligning, der sker.<sup>95</sup>

Kure er opmærksom på samme overvejelser og anfører, at dette potentielt udgør et problem iht. selvfinansieringsforbuddet. Nærmere kommer han det dog ikke.<sup>96</sup>

Problemet i det af Kruhl mfl. og Kure beskrevne scenarie synes at være, at den besparelse, som Newco gennem ordningen opnår, på den anden side af regnestykket kan anskues som, at Target ”stiller midler til rådighed” i strid med SL § 206, stk. 1, idet Target gennem ordningen giver afkald på indlånsrente. Begrebet ”stille midler til rådighed” er, som det fremgår nedenfor, ikke noget entydigt begreb og har givet anledning til megen juridisk diskussion. Det er således ikke utænkeligt, at scenariet kunne være omfattet. Dette vurderes ikke som usandsynligt, idet ”afkald” i sig selv kan udgøre økonomisk bistand, eksempelvis hvor en kreditor giver afkald på sin fordring over for debitor, som herved frigøres fra en gældsforpligtelse.

Steffensen mfl. er enig i det af Kruhl mfl. anførte synspunkt, hvorefter ”interest netting” ikke udgør ulovlig selvfinansiering, idet der ikke sker nogen overførsel af midler ved uegentlige cash pool-ordninger.<sup>97</sup> Som modargument kan dog anføres det ovenfor anførte synspunkt om, at afkald kan udgøre økonomisk bistand. Uden ordningen ville Target således potentielt modtage indlånsrente.

Sammenfattende synes det meste af teorien samt Erhvervsstyrelsen at være enige i, at uegentlige cash pool-ordninger ikke er omfattet af SL § 210, ligesom de i udgangspunktet ikke udgør selvfinansiering efter SL § 206, stk. 1. Hvorvidt sidstnævnte kan tiltrædes må dog i sidste ende afhænge af domstolenes vurdering af, hvorvidt Targets afkald på indlånsrente til fordel for renten på Newcos akkvisitions-gæld kan udgøre at ”stille midler til rådighed”.

### 3.2.4 Stille sikkerhed

Sikkerhedsstillelse som begreb i en PE-LBO er behandlet ovenfor i afsnit 0 og 2.1.5.3, og behøver ingen gentagelse. Det er forbudt for Target (eller dets datterselskaber) at stille sikkerhed for Newcos akkvisitions-gæld,<sup>98</sup> jf. SL § 206, stk. 1.

Kruhl mfl. beskriver denne del af selvfinansieringsforbuddet som ”kernen”.<sup>99</sup> Dette må tilsluttes, idet Långiver for at mindske sin risiko i videst muligt omfang vil kræve sikkerhedsstillelse fra Target/Opcos som beskrevet i afsnit 2.1.5. I denne henseende erindres om Långi-

---

<sup>95</sup> Ibid., s. 165-166

<sup>96</sup> Kure, s. 153

<sup>97</sup> Steffensen, Bunch mfl., *Transaktioner i selskaber*, s. 351-352

<sup>98</sup> Modsat *anden* gæld som fx driftsgæld.

<sup>99</sup> Kruhl, s. 166



vers behov for at få adgang til Targets/Opcos aktiver og cash flows pga. den naturlige strukturelle efterstillelse. Det skal ligeledes erindres, at der ikke er noget til hinder for, at *Newco* stiller sikkerhed for akquisitionsgælden som beskrevet i samme afsnit.<sup>100</sup>

Idet forbuddet mod at stille sikkerhed er meget direkte og ligetil, centrerer den juridiske litteratur sig i stedet om, hvad der ligger i begrebet ”sikkerhedsstille” i en selvfinansieringssammenhæng. Derfor søges i det følgende belyst, i hvilket omfang *andet* end pant, kautioner og garantier kan være omfattet af begrebet i en selvfinansieringssammenhæng.

#### 3.2.4.1 Covenants

Der vil i LBOs altid være en omfattende facilities agreement, og covenants udgør stedse en omfattende del heraf. Det er således interessant at undersøge, om sådanne covenants kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet, enten i form af ”sikkerhedsstillelse” eller ”stille midler til rådighed”.

Indledningsvis skal nævnes, at covenants imellem *Newco* (køberselskabet) og Långiver ikke giver anledning til problemer. Som beskrevet ovenfor i afsnit 2.1.5.1, vil Långiver imidlertid insistere på, at også Target/Opcos påtager sig covenants, og det er dette, den juridiske diskussion koncentrerer sig om.

Covenants er aftaleretlige forpligtelser. Disse kan være ”affirmative” og ”restrictive”. Førstnævnte indebærer en forpligtelse til at foretage bestemte handlinger, hvorimod sidstnævnte indebærer en forpligtelse til at undlade bestemte handlinger. Derudover sondres der mellem juridiske og finansielle covenants.<sup>101</sup> Centralt for Långiver er de finansielle covenants, idet overholdelse af disse giver tryghed for den projekterede performance.

##### (a) *Affirmative covenants*

En affirmative covenant, hvoraf det kan udledes, at Target/Opcos påtager sig at ”stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed” for akquisitionsgæld vil udgøre et eklatant brud på selvfinansieringsforbuddet.<sup>102</sup> Udfordringen ligger imidlertid i at finde frem til, om den konkrete covenant er udtryk for, at der ydes en sådan økonomisk bistand eller ej. Hvorvidt dette konkret er tilfældes, synes den juridiske litteratur at være enig i beror på en konkret vurdering.<sup>103</sup>

For at komme denne vurdering nærmere må der tages udgangspunkt i ordlyden i SL § 206, stk. 1. ”Stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed” har det til fælles, at de ligger i kategorien ”økonomisk bistand”. En sproglig fortolkning vil derfor føre til, at en affirmative covenant til at foretage en bestemt disposition, der ikke har karakter af ”økonomisk bistand”

<sup>100</sup> I overensstemmelse hermed, se Kure, s. 120

<sup>101</sup> Nyboe Andersen og Melander, s. 43

<sup>102</sup> Kure, s. 146

<sup>103</sup> Kure, s. 146-147, Kruhl mfl., s. 170, Skjerbek, s. 137 ff.

vil falde uden for selvfinansieringsforbuddets genstand. Dette kunne eksempelvis være oplysningsforpligtelser, der gør det muligt for Långiver at føre tilsyn med, om Target overholder de finansielle covenants. Der er således intet økonomisk over at give oplysninger.

Det samme må ud fra en ordlydsfortolkning af SL § 206, stk. 1 antages at være tilfældet for affirmative covenants, hvor forpligtelserne ikke er i relation til Newcos akkvisitionsgæld, idet kravet om ”økonomisk bistand til tredjemands erhvervelse af kapitalandele” i så fald ikke vil være opfyldt til at falde inden for rammerne af forbuddet.<sup>104</sup>

(b) *Restrictive covenants*

Som ved affirmative covenants er udgangspunktet også for restrictive covenants, at det afhænger af en konkret vurdering. Dette synes ligeledes at være konsensus i den juridiske litteratur.<sup>105</sup>

En negativerklæring (negative pledge) er typisk forstået som en klausul, hvorved den forpligtede forpligter sig til at afstå fra at pantsætte ejendom uden samtykke fra den eller de påtaleberettigede. Dette er en væsentlig restrictive covenant, der stedse er at finde i lånedokumentation. Klausulen har følgelig tilegnet sig væsentlig juridisk interesse, herunder om den kan være i strid med selvfinansieringsforbuddet.

Et andet eksempel på en restrictive covenant er en forpligtelse til ikke at optage lån over en vis størrelse fra andre end Långiver (akkvisitionsbanken) uden samtykke fra denne. (Sprogligt synes dette også at være en ”negativerklæring”, men dette udtryk anvendes i det følgende i overensstemmelse med international og dansk terminologi som afståelse fra at *pantsætte* ejendom.<sup>106</sup>) Långivers rationale med denne forpligtelse er, at der ikke uden samtykke opstår andre væsentlige kreditorer for koncernen, som pga. Långivers strukturelle efterstilling er bedre prioriteret end denne.

Erhvervsstyrelsens udtalelse af 11. juni 1999 vedrørte bl.a. spørgsmålet om, hvorvidt en negative pledge clause (og en cross default clause) kunne være i strid med selvfinansieringsforbuddet. Her opstillede styrelsen følgende betingelser for ikke at komme i karambolage med selvfinansieringsforbuddet.<sup>107</sup>

1. Target må ikke direkte eller indirekte hæfte for Newcos (køber-/moderselskabets) (akkvisitions)forpligtelser over for Långiver;
2. Den afgivne negative pledge må ikke begrænse Targets handlefrihed i en sådan grad, at selskabet og dets kreditorer herved kan lide tab;

---

<sup>104</sup> Se afsnit 3.2.2

<sup>105</sup> Kure, s. 146-147, Kruhl mfl., s. 170, Skjerbek, s. 137 ff.

<sup>106</sup> Se eksempelvis Karnovs noter til tinglysningslovens § 43, stk. 2.

<sup>107</sup> Bunch & Whitt, s. 907

3. Cross default klausulen mellem Newco og Target på den ene side og Långiver på den anden må ikke bevirke, at Target bliver påført yderligere risiko ud over, hvad der er rimeligt ifm. den nye kreditfacilitet;<sup>108</sup> og
4. Ved betalingsproblemer i Newco må Långiver ikke kunne anvende de to klausuler til at presse Target til direkte eller indirekte at påtage sig at indfri Newcos forpligtelser.

Nyboe Andersen og Melander samt Kjellegaard Jensen er enige i styrelsens udtalelse under henvisning til, at selvfinansieringsforbuddet ikke har til formål at forhindre Target i at *undlade* at foretage dispositioner.<sup>109</sup>

Kruhl mfl. anfører, at betingelse 2 næppe har noget med selvfinansiering at gøre, idet selvfinansieringsforbuddet er et specifikt forbud og ikke en generel regel på linje med generalklausulerne i SL §§ 108 og 127. Han plæderer i stedet for, at det afgørende må være, om negativ-erklæringen har nogen direkte eller indirekte forbindelse med Newcos akquisitionsgæld. Vedtager Target således en negative pledge clause ifm. selskabets egne driftskreditter, vil dette ikke udgøre selvfinansiering. Har Target imidlertid ikke selv nogen form for forpligtelser over for Långiver, antager han tværtimod, at det udgør selvfinansiering.<sup>110</sup>

Som modargument til sidste passus kan anføres, at domstolene også må forventes at foretage en vurdering af, hvorvidt en sådan negativ-erklæring overhovedet falder inden for rammerne af SL § 206, stk. 1, altså om det udgør ”stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed”. Det synes ikke at kunne udelukkes, at domstolene ville finde frem til, at en negativ-erklæring falder uden for bestemmelsens rammer, idet der i sagens natur ikke *aktivt* ydes noget med en negative pledge clause. I overensstemmelse med dette argument advokerer også Skjerbek for, at en negativ pledge clause ikke er udtryk for at ”stille midler til rådighed, yde lån eller stille sikkerhed”, idet Target alene afstår fra en handling (modsat at foretage en aktiv handling). Herved opstiller han et udgangspunkt om, at sådanne restrictive covenants ikke udgør selvfinansiering, såfremt de øvrige regler i selskabslovgivningen er overholdt.<sup>111</sup>

I tråd med Kruhl mfl. må det anføres, at en overtrædelse af SL's øvrige regler (f.eks. generalklausulerne) ikke kan medføre, at en disposition udgør selvfinansiering – uanset hvor grov en overtrædelse det måtte være.

Det netop nævnte synes også i overensstemmelse med Kure, der anfører, at en naturlig læsning af § 206, stk. 1 fører til, at en forpligtelse til at afstå fra noget ikke er omfattet af forbuddets genstand, men at det *i stedet* kan være i strid med SL's øvrige bestemmelser.<sup>112</sup>

---

<sup>108</sup> Den ”nye kreditfacilitet” i udtalelsen var et driftslån ydet fra Långiver til Target.

<sup>109</sup> Nyboe Andersen og Melander, s. 45 og Kjellegaard Jensen, s. 197

<sup>110</sup> Kruhl mfl., s. 171-172

<sup>111</sup> Skjerbek, s. 138-140

<sup>112</sup> Kure, s. 147

Der er sammenfattende uenighed i teorien, der primært synes at skyldes forskellige forudsigelser af, om domstolene har et krav om ”aktiv handling” eller ej for at falde inden for rammerne af SL § 206, stk. 1. Teorien synes dog enig i, at en negative pledge clause kan være i strid med SL’s generalklausuler.

### 3.2.4.2 Cross default clauses

Tæt forbundet med covenants er begrebet cross default clauses (krydsmisligholdelsesklausuler), som vedtages ifm. driftslån og lignende refinansieringer fra Långiver til Target. Klausulen går ud på, at hvis Newco misligholder sine låneforpligtelser over for Långiver, herunder akkvisitionslånet, udgør dette tillige en opsigelsesgrund (event of default) i forholdet mellem Target og Långiver fsva. driftslån osv. Overordnet findes der to forskellige formuleringer af cross default klausulen, hvoraf den enes ordlyd er strengere end den anden. Den strengere klausul udløses allerede, hvor en af de i klausulen oplistede parter engagementer ”becomes capable of being declared due prior to its stated date of payment” (dvs. hvor misligholdelsen end ikke er blevet påberåbt endnu!), hvorimod den lempeligere klausul først udløses, hvor et sådant låneengagement ”in aggregate of ”\$X” has become due and payable prior to their scheduled maturity”. Sidstnævnte cross default klausul udløses således først, når en oplistet parts engagement *er blevet* opsagt.

Det har i teorien været diskuteret, om sådanne klausuler kan udgøre ulovlig selvfinansiering. Det synes rigtigst at tage denne diskussion under ”stille sikkerhed”, idet Targets underskrivelse af klausulen udgør en form for ekstra sikkerhed for Långiver.

Erhvervsstyrelsen har i én udtalelse taget stilling til cross default clauses, nemlig udtalelse af 11. juni 1999 gennemgået ovenfor under ”Covenants” i afsnit 2.1.5.1, hvortil henvises.

Betingelse 3 om at cross default klausulen ikke må bevirke, at Target bliver påført yderligere risiko ud over, hvad der er rimeligt ifm. den nye kreditfacilitet, synes at være udtryk for, at den del, der overstiger denne ”rimelighedsgrænse”, er udtryk for økonomisk bistand, idet denne del alene er ydet for at bistå Newco med akkvisitionsfinansieringen og derved opnå bedre vilkår, og at denne merrisiko samtidig er ugunstig for Target, dets kreditorer og interessenter.

Kjellegaard Jensen synes ikke at stille sig kritisk til udtalelsen, men anfører blot, at en cross default klausul ikke i sig selv vil være i strid med selvfinansieringsforbuddet.<sup>113</sup> Nyboe Andersen og Melander udtaler heller ingen kritik, idet de blot anfører, at styrelsens ”*praksis respekterer således erhvervslivets almindelige behov for at foretage dispositioner, som er egnet til at gøre en aktietransaktion mindre finansielt byrdefuld for køber.*”<sup>114</sup>

Kruhl mfl. anfører, at udtalelsen næppe er korrekt, og ej heller i overensstemmelse med styrelsens øvrige praksis. De anfører, at betingelse 1 er korrekt, jf. SL § 206, stk. 1, men at det

---

<sup>113</sup> Kjellegaard Jensen, s. 194-195

<sup>114</sup> Nyboe Andersen og Melander, s. 45

ikke har meget at gøre med krydsmisligholdelse. Fsva. betingelse 3 anfører de, at betingelsen er problematisk derved, at selvfinansieringsforbuddet er absolut (uden bagatelgrænse), og risikoen ved den pågældende disposition derfor er irrelevant. Betingelse 4 anser de for at være direkte illusorisk, fordi Långiver naturligvis vil udnytte klausulerne i videst muligt omfang. Afslutningsvis konkluderer de, at en cross default clause (der bl.a. kan udløses ved Newcos misligholdelse af sit akkvisitionslån) vil udgøre ulovlig selvfinansiering, idet der ingen bagatelgrænse er.<sup>115</sup>

Kure anfører ligeledes, at styrelsens vurdering er forkert. Han anfører, at hvis Target tilbagebetaler akkvisitionslånet (som konsekvens af trussel fra Långiver om at håndhæve cross default klausulen) vil dette udgøre ulovlig selvfinansiering, jf. SL § 206, stk. 1. Følgelig kan Target ikke presses hertil, uanset hvilken cross default klausul Target har forpligtet sig til. Videre anfører han, at det ikke er oplagt, at Target nogensinde ville tilbagebetale akkvisitionslånet for at undgå, at driftslånet forfalder, idet akkvisitionsgælden vil være meget større end driftsgælden. Slutteligt kritiserer han den ”yderligere kreditrisiko”, som styrelsen beskriver, idet Target ikke må kautionere for købers akkvisitionslån og idet der ikke sker en forøgelse af Targets kreditrisiko som følge af misligholdelsesvilkåret.<sup>116</sup>

Kures argumentation fsva. den ”yderligere kreditrisiko” kan ikke tiltrædes. Det er korrekt, at Target ikke må kautionere for akkvisitionsgæld, men det er i og for sig heller ikke det, en cross default klausul går ud på. Den går i stedet ud på, at Targets *egne* forpligtelser anses for misligholdte, når klausulen udløses – og en betaling af Targets egne forpligtelser formindsker ikke Newcos forpligtelser (som ellers er et kendetegn ved kaution).<sup>117</sup> For det andet må kreditrisikoen på et (drifts)lån alt andet lige anses for at være højere, hvis det indeholder en cross default klausul, end hvis det ikke gjorde, idet tredjemands (Newcos) misligholdelse herved kan bringe Target i misligholdelse, selvom der intet er at bebrejde Target.

Det må tiltrædes, at Långiver ikke ved at true med at opsige og accelerere driftslånet kan tvinge Target til at betale af på akkvisitionsgæld, da dette i sig selv er selvfinansiering. At Långiver bruger et andet aftalevilkår som pressionsmiddel ændrer ikke herpå. Ej heller ændrer det på aftalevilkårets (cross default klausulens) lovlighed, at det anvendes som pressionsmiddel til at opnå ulovlig selvfinansiering. Alligevel må det dog i overensstemmelse med Kruhl mfl. tiltrædes, at selve underskrivelsen af cross default klausulen *formentlig* udgør ulovlig selvfinansiering, hvis Target herefter kan komme i misligholdelse som følge af tredjemands misligholdelse af *akkvisitionslånet*. Argumentet er, at cross default klausulen herved fungerer som en slags sikkerhed for Långiver, idet Newcos misligholdelse af akkvisitionslånet medfører, at Långiver (i det mindste) kan opsige og accelerere driftslån fra Target.

Ud fra ovenstående vurderes Erhvervsstyrelsens praksis således som tvivlsom.

---

<sup>115</sup> Kruhl mfl., s. 169-170

<sup>116</sup> Kure, s. 146

<sup>117</sup> Denne sondring beskriver Kure endda i Kure, s. 145

I de tilfælde, hvor flere forskellige engagementer<sup>118</sup> er oplyst i cross default klausulen, opstår spørgsmålet, om kun den del af klausulen, der vedrører akkvisitionslån, er ulovlig, eller om hele cross default klausulen er ulovlig, dvs. også den del, der isoleret set er lovlig. Tilsvarende, såfremt en domstol konkret finder frem til, at det er sikkerhedsstillelse stillet i strid med SL § 206, er spørgsmålet, om dette ifølge SL § 215, stk. 3 medfører, at aftalen i sin helhed ikke er bindende for selskabet. Kure anfører generelt om sammenblandingens problematikker, at der er risiko for, at sikkerhedsstillelsen i sin helhed ikke er bindende.<sup>119</sup> Hverken SL § 215, stk. 3 eller retspraksis synes at give støtte for hverken den ene eller anden løsning, hvorfor det af Kure anførte synspunkt må tiltrædes, hvorved der i hvert fald er en *risiko* for, at hele klausulen ikke er bindende. Problemstillingen skal ikke forfølges nærmere her.<sup>120</sup>

### 3.2.4.3 Støtteerklæringer

Skjerbek anfører, at støtteerklæringer ud fra en formålsfortolkning må gives et anvendelsesområde svarende til sikkerhedsstillelse, idet man ellers kunne omgå forbuddet ved at rubricere en sikkerhedsstillelse som en støtteerklæring.<sup>121</sup>

Kruhl mfl. anfører, at det afhænger af, 1) om der foreligger en retligt bindende forpligtelse for Target og 2), om der er en forbindelse mellem støtteerklæringen og Newcos akkvisitions-gæld.<sup>122</sup> Det første kan tiltrædes, idet Højesteret udtalte følgende i U 2011.2726/2 H:

*”Det følger af Højesterets praksis vedrørende støtteerklæringer, at det i første række er indholdet af den konkrete støtteerklæring, som er bestemmende for, i hvilket omfang en erklæring giver bliver forpligtet over for erklæringens adressat.”*

Fsva. 2) henvises til diskussionen om, hvorvidt der gælder et forbindelseskrav under koncernlån, og hvordan dette i sidste ende er op til domstolene at afgøre. Sammenfattende synes støtteerklæringer således at kunne konstituere selvfinansiering.

### 3.2.4.4 Tilbagetræden for akkvisitions-gæld

Tilbagetræden for akkvisitions-gæld i en PE-LBO-sammenhæng går ud på, at Långiver insisterer på, at alle selskaber i koncernen træder tilbage fsva. krav mod Newco til fordel for en eller flere af Långivers fordringer.<sup>123</sup> F.eks. kunne et moderselskabslån fra Target til Newco efterstilles Newcos gæld til Långiver. Kruhl mfl. og Kure antager, at Targets/Opcos tilbagetræden for akkvisitions-gæld vil udgøre ulovlig selvfinansiering, idet dette har karakter af transport fra Target til Långiver på samme måde som en overdragelse til sikkerhed.<sup>124</sup> Det

<sup>118</sup> Akkvisitionslån, driftslån, anlægsinvesteringsslån osv.

<sup>119</sup> Kure, s. 144

<sup>120</sup> Under engelsk ret behandles problemstillingen i *Carney v Herbert* [1985], hvor det afgørende først og fremmest er, om ”vederlaget” er ulovligt. Hvis det ikke er det, er spørgsmålet dernæst, om den ulovlige del af aftalen er ”adskillelig” fra den lovlige del. Om den lignende problemstilling, hvornår en ulovlig aftale også er en ugyldig aftale, kan henvises til U 2017B.359 af Kristian Torp.

<sup>121</sup> Skjerbek, s. 70

<sup>122</sup> Kruhl mfl., s. 172

<sup>123</sup> Kure, s. 148

<sup>124</sup> Kruhl mfl., s. 173 og Kure, s. 149

erindres, at det naturligvis alene er tilbagetræden for *akkvisitionsgæld*, der udgør ulovlig selvfinansiering.<sup>125</sup>

I det omfang Targets fordring mod Newco er et ansvarligt lån, og således efterstillet *samtlig*e Newcos kreditorer, antager Kruhl mfl., at der som udgangspunkt ikke er den fornødne forbindelse mellem efterstillelsen og det ansvarlige lån til at udgøre selvfinansiering.<sup>126</sup>

Videre antager Kruhl mfl., at hvor Långiver har ydet flere forskellige lån til Newco, og Targets lån til Newco er efterstillet samtlige af Långivers fordringer, må der foretages en konkret vurdering af sammenhængen mellem efterstillelsen og den del af gælden, som udgøres af akkvisitionsgæld.<sup>127</sup> Dette kritiseres af Kure, idet han anfører at ”*synspunktet synes at forudsætte, at der gælder en bagatelgrænse for selvfinansieringsforbuddet og/eller at tilbagetræden ikke er udtryk for sikkerhedsstillelse. Ingen af disse argumenter i almindelighed, eller konklusionen i særdeleshed, kan tilsluttes*”<sup>128</sup> Kruhl mfl. er selv fortaler for, at selvfinansieringsforbuddet ikke har en bagatelgrænse, og nævner også, at tilbagetræden kan udgøre selvfinansiering (under bogens afsnit om sikkerhedsstillelse).<sup>129</sup> Derfor synes det af Kruhl mfl. anførte synspunkt *i stedet* at forudsætte, at der gælder et forbindelseskrav, som Kruhl mfl. i flere sammenhænge generelt plæderer for. Kures kritik kan således ikke tiltrædes.

Hvorvidt der gælder et sådant forbindelseskrav, må som sagt afgøres ved domstolene.<sup>130</sup>

### 3.2.5 Stille midler til rådighed

Denne del af selvfinansieringsforbuddet er forbundet med en vis usikkerhed, idet den danske oversættelse af kapitaldirektivet afviger fra de internationale oversættelser. På engelsk hedder det f.eks. ”*advance funds*”, på tysk ”*vorschüsse geben*” og på fransk ”*ne peut avancer des fonds*”.<sup>131</sup> Umiddelbart ville det således have virket mere nærliggende, hvis den danske version af kapitaldirektivet blev til ”yde forskud”.<sup>132</sup> I U 1999.1429V blev der anlagt en indskrænkende fortolkning af udtrykket ”stille midler til rådighed”, således det blev fortolket synonymt med ”yde forskud”. I den senere dom U 2000.2003 H, der vedrørte § 84, stk. 2 i den tidligere anpartsselskabslov af 1973<sup>133</sup> (svarende til den senere § 49, stk. 2) blev udtrykket derimod fortolket bredt på linje med forarbejderne<sup>134</sup> som ”enhver finansiering af køb af aktier eller anparter”.<sup>135</sup> Præmissens præcise udstrækning er uvis. Friis Hansen og Engsig Sørensen

<sup>125</sup> Se afsnit 3.2.2 og Kure, s. 149

<sup>126</sup> Kruhl mfl., s. 173

<sup>127</sup> Kruhl mfl., s. 173-174

<sup>128</sup> Kure, s. 149

<sup>129</sup> Som tidligere nævnt i specialet, se eksempelvis Kruhl mfl., s. 168 og 199 (bagatelgrænse) og 173 (tilbagetræden).

<sup>130</sup> Se afsnit 3.2.3.1 vedr. forbindelseskravet i relation til koncernlån.

<sup>131</sup> Nyboe Andersen og Melander, s. 40

<sup>132</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 435 og U 1996B.72 af Michael Serup

<sup>133</sup> Idet ordlyden af bestemmelsen i anpartsselskabsloven og aktieselskabsloven er den samme, synes det ikke at kunne tillægges betydning for udlægningen af Højesterets præmisser, at det 2. kapitaldirektiv alene omfatter aktieselskaber, jf. herved Friis Hansen og Engsig Sørensen, NTS 2002:3, s. 357.

<sup>134</sup> FT 1981-82 (2. saml.), tillæg A, sp. 2884

<sup>135</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 435

advokerer for, at forarbejdernes bemærkning ikke kan anvendes som hjemmel for en fortolkning af forbuddet, der går videre end direktivet, samt at Højesterets præmis mere oplagt skal forstås som en fortolkning af artikel 23 i direktivet.<sup>136</sup>

Bunch & Whitt anfører, at den danske version formentlig er bredere end den engelske version, dels fordi der skal tages udgangspunkt i den officielle danske oversættelse af kapitaldirektivet, dels fordi der intet er til hinder for overimplementering.<sup>137</sup> Hertil bemærker Kruhl mfl. dog, ”at den endelige fortolkning af artikel 23 sker ved EU-domstolen, der efter sin egen praksis fortolker EU-retsakter i overensstemmelse med samtlige sproglige versioner af den relevante retsakt...”<sup>138</sup>

Der foreligger således fortsat en vis teoretisk usikkerhed om den præcise fortolkning. Illum og Krog Andersen beskriver rammende, at ”domspraksis og fortolkningsbidrag til selvfinansieringsforbuddet har således historisk været præget af både udvidende og indskrænkende fortolkninger, og 90’ernes bølge af selskabstømmersager har bestemt været med til at sløre billedet.”<sup>139</sup> Som det vil fremgå, tyder Erhvervsstyrelsens praksis dog på at være i overensstemmelse med det af Bunch & Whitt ovenfor anførte som værende bredere end at yde forskud.<sup>140</sup>

Både betaling af kontantbeløb og overførsel af aktiver som led i erhvervelse af kapitalandele er omfattet.<sup>141</sup> Hvor lån er kendetegnet ved, at långiveren herved opnår en fordring mod låntageren, gør den samme betragtning sig ikke gældende, når der stilles midler til rådighed. Disse midler forventes nemlig ikke tilbagebetalt.<sup>142</sup> ”Dispositioner, der er ikklædt en dragt, som betyder, at de ikke umiddelbart fremtræder som f.eks. et forskud,”<sup>143</sup> er også omfattet af forbuddet. Dette sås eksempelvis i U 1997.444 H (Konsulentdommen), hvor sælgeren som led i virksomhedsoverdragelsen indgik en aftale med Target om, at Sælgeren stod til rådighed som konsulent i en periode efter virksomhedsoverdragelsen og herved fik vederlag fra Target, som ikke reelt svarede til konsulenttydelserne. I stedet måtte konsulentvederlaget fra Target anskues som selvfinansiering, idet det reelt udgjorde ekstra betaling for aktierne. Det var denne realitetsbetragtning der afgjorde udfaldet. Der er således ikke noget til hinder for, at man indgår aftaler med tidligere sælgere for at trække på know how mm., så længe det ikke kan omkarakteriseres som ekstra betaling for kapitalandele.<sup>144</sup>

---

<sup>136</sup> Friis Hansen og Engsig Sørensen, NTS 2002:3, s. 357-359

<sup>137</sup> Bunch & Whitt, s. 861

<sup>138</sup> Kruhl mfl., s. 154

<sup>139</sup> ET.2007.4

<sup>140</sup> Det erindres i den henseende igen, at Bunch har været kontorchef hos Erhvervsstyrelsen i 15 år. Se også Kure, s. 121-122 samt Skjerbek, s. 176 ff. vedr. fortolkningen.

<sup>141</sup> Schans Christensen, *Kommentar*, s. 557

<sup>142</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 435

<sup>143</sup> Schans Christensen, *Kommentar*, s. 558

<sup>144</sup> Dommen er bl.a. beskrevet i Kruhl mfl., s. 176



Salgsaftaler ifm. Newcos erhvervelse af kapitalandele, hvor Target køber aktiver til overpris eller sælger til underpris, kan også omfattes. Det samme gør sig gældende vedr. gavedispositioner.<sup>145</sup>

Det i praksis formentlig mest relevante er, at forbuddet omfatter de transaktionsomkostninger, der er ifm. virksomhedsoverdragelsen. Dette omfatter typisk rådgiveromkostninger til f.eks. advokater og revisorer. Står køber for at gennemføre due diligence, vil det således uden tvivl være selvfinansiering, hvis Target afholder omkostningerne hermed.<sup>146</sup> Selvom transaktionsomkostninger vil have sin egen post i "sources and uses"-tabellen, ligesom købsprisen for kapitalandelene vil have det, vurderes det, at transaktionsomkostningerne er nødvendige for Newcos "erhvervelse af kapitalandele", og derfor falder inden for rammerne i SL § 206, stk. 1. Der er således en direkte forbindelse mellem afholdelsen af omkostningerne og erhvervelsen af kapitalandelene. Det samme kan eksempelvis ikke siges om refinansiering af Targets driftslån mv. (som også indgår i "sources and uses"-tabellen), idet denne del af finansieringen har med Targets drift at gøre og ikke erhvervelsen af kapitalandelene.<sup>147</sup>

Det forekommer stadig hyppigere i PE-LBOs, at der foretages "vendor due diligence", hvorved sælgeren gennemfører due diligence og herefter stiller oplysningerne til rådighed for de forskellige bydende, således at de mere eller mindre har de samme oplysninger og ikke hver især skal foretage deres egen due diligence. Kruhl mfl. plæderer for, at omkostninger til dette ikke er omfattet af SL § 206, idet de afholdes i sælgers interesse frem for købers, hvorfor der ikke skulle være tale om økonomisk bistand "... for tredjemands *erhvervelse* af kapitalandele..." Videre anfører de, at det samme gør sig gældende for udgifter til virksomhedsmæglere og corporate finance rådgivere, der er engageret på sælgers initiativ.<sup>148</sup> Ferran mfl. synes nogenlunde på linje hermed vedr. engelsk ret.<sup>149</sup> Argumentationen må tiltrædes, om end det kan anføres, at Newco herved opnår en besparelse. Omvendt vil der formentlig blive taget højde for dette ved fastlæggelsen af købesummen for kapitalandelene, således at prisen er dét højere, hvorved "bistanden går i nul så at sige".

Et nyere problem på det europæiske LBO-marked er spørgsmålet, om såkaldte "break fees" kan være omfattet af selvfinansieringsforbuddet. Hermed menes omkostninger, som Target betaler en bydende, såfremt en bestemt begivenhed indtræffer, som hindrer LBOens closing. Dette har skabt problemer under engelsk ret, idet deres selvfinansieringsforbud som nævnt også omfatter den situation, hvor tredjemand ikke erhverver kapitalandelene.<sup>150</sup> Som beskrevet tidligere,<sup>151</sup> synes SL § 206, stk. 1 at kunne undergives en lignende fortolkning, jf. ordene

---

<sup>145</sup> Kruhl mfl., s. 177

<sup>146</sup> Kruhl mfl., s. 174

<sup>147</sup> Der knytter sig en problemstilling til spørgsmålet om merbetaling for kapitalandelene for at modtage selskabet på en "debt free basis" kontra refinansiering, som rådgivere skal være yderst opmærksomme på i praksis. Dette behandles i afsnit 3.5.3.1.

<sup>148</sup> Kruhl mfl., s. 175

<sup>149</sup> Ferran mfl., *Principles of Corporate Finance Law*, s. 251

<sup>150</sup> Ferran, *Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe*, s. 24

<sup>151</sup> Afsnit 3.2.3.1 om koncernlån.

”for tredjemands erhvervelse”. På den ene side taler den omstændighed, at beløbet alene betales, hvor tredjemand *ikke* erhverver kapitalandelene, for, at break fees ikke er omfattet af forbuddet. På den anden side kan det hævdes, at underskrivelsen af en ”break fee”-klausul i sig selv giver køberen tryghed ifm. erhvervelsen af kapitalandelene, og på den baggrund stater selvfinansiering. Problemstillingen er endnu ikke diskuteret i den danske teori eller prøvet ved domstolene, og må således anses for særdeles uafklaret.

### 3.3 Rækkevidde af forbuddet

#### 3.3.1 Tidsbaseret rækkevidde

Den juridiske diskussion vedr. selvfinansieringsforbuddets tidsbaserede rækkevidde, ofte henvist til som et ”forbindelseskrav”, er behandlet i relation til koncernlån i afsnit 3.2.3.1. Afsnittet kan udvides til også at omfatte ”stille sikkerhed” og ”stille midler til rådighed”. Afsnittet kan sammenfattes til, at der er en diskrepans mellem den juridiske litteratur og Erhvervsstyrelsens praksis ift., om der gælder et forbindelseskrav for selvfinansiering, og at spørgsmålet i sidste ende henhører under domstolene.

#### 3.3.2 Territorial rækkevidde

##### 3.3.2.1 Udenlandske moderselskaber

Det fremgår af SL’s forarbejder, at SL som udgangspunkt alene regulerer danske selskaber, hvorfor udenlandske moderselskaber som udgangspunkt ikke er omfattet.<sup>152</sup>

Store dele af litteraturen mener, at begrebet ”moderselskab” generelt i SL skal forstås i overensstemmelse med bekendtgørelse nr. 275 af 25. marts 2010 om lån mv. til udenlandske moderselskaber, hvorefter kredsen af ”moderselskaber” udvides til visse udenlandske selskaber.<sup>153</sup> I så fald er bekendtgørelsen også afgørende for fortolkningen af ”... erhvervelse af kapitalandele i selskabet *eller i dets moderselskab*” i SL § 206, stk. 1. Kruhl mfl. anfører som eksempel, at et dansk datterselskab herefter ville kunne yde selvfinansiering til dets kinesiske moderselskab, men ikke til et tysk moderselskab.<sup>154</sup> (Hvorvidt bistand til et kinesisk moderselskab *i stedet* er forbudt efter SL § 210, fordi forholdet ikke længere er omfattet af SL § 211, stk. 1, er en anden diskussion.)

Kure kritiserer ovenstående synspunkt, idet han påpeger, at dette mangler hjemmel. Han anfører: ”*Den pågældende moderselskabsbekendtgørelse er udstedt med hjemmel i § 211, stk. 2, og vedrører alene spørgsmålet om, hvilke moderselskaber, der er omfattet af § 211, stk. 1.*” Ydermere påpeger han, at muligheden for at yde kapitalejrlån til moderselskaber tjener andre hensyn end forbuddet mod at yde selvfinansiering.<sup>155</sup> Kjellegaard Jensen er på linje hermed.<sup>156</sup>

Følges Kures og Kjellegaard Jensens synspunkt, ville der kunne opstå en uheldig diskrepans i SL, idet samme begreb i så fald skulle fortolkes forskelligt, alt efter om man f.eks. har med

---

<sup>152</sup> Bet 1498/2008, s. 744

<sup>153</sup> Schans Christensens, *Kapitalselskaber*, s. 423 og 437, Kruhl mfl., s. 180 og Bunch & Whitt, s. 914

<sup>154</sup> Kruhl mfl., s. 180

<sup>155</sup> Kure, s. 125

<sup>156</sup> Kjellegaard Jensen, s. 220

kapitalejerlån eller selvfinansiering at gøre. Dette er dog ikke et juridisk spørgsmål men et retspolitisk. Spørgsmålet må sammenfattende anses for uafklaret.

### 3.3.2.2 Udenlandske datterselskaber

Som nævnt ovenfor er alene danske selskaber pligtsubjekter i SL. Alligevel er det Erhvervsstyrelsens praksis, at selvfinansiering via et dansk selskabs udenlandske datterselskaber er omfattet af de danske regler, idet der henses til omgængelsesbetragtninger. Efter denne praksis er et dansk moderselskab forpligtet til ”at anvende sine instruktionsbeføjelser over for dattervirksomhedens ledelse til at sikre, at der ikke foretages dispositioner, som krænker de danske regler om forsvarlig formueforvaltning.”<sup>157</sup>

I U 2007.2600 H fandt *landsretten*, at et fransk datterselskabs sikkerhedsstillelse til finansiering af tredjemands erhvervelse i det danske moderselskab skulle bedømmes efter de danske regler. Dette synes i overensstemmelse med den af Erhvervsstyrelsen fastlagte praksis (som Erhvervsstyrelsen i en række efterfølgende udtalelser har gentaget<sup>158</sup>). Højesteret tog ikke stilling til spørgsmålet.

Høeg Madsen er kritisk over for Erhvervsstyrelsens praksis.<sup>159</sup> Styrelsens ræsonnement ovenfor om moderselskabets instruktionsbeføjelse kritiseres derved, at det principielt fordrer, at moderselskabet skal påse, at det udenlandske datterselskab overholder alle danske kapitalbeskyttelsesregler - hvilket ikke har hjemmel.<sup>160</sup> Dette må tiltrædes. Videre plæderer han for, at omgængelsesbetragtninger generelt må anses for betænkelige, og at de således bør reserveres til tilfælde med klar omgængeshensigt, samt at omgængessituationer bedst håndteres under reglerne om ledelsesansvar.<sup>161</sup> Afslutningsvis anser han *landsrettens* udvidende fortolkning af selvfinansieringsforbuddet som betænkelig (dommen var på daværende tidspunkt ikke afgjort ved Højesteret).<sup>162</sup>

Schans Christensen anser under henvisning til Høeg Madsens artikel en sådan ekstraterritorial anvendelse af det danske forbud som ufunderet.<sup>163</sup> Schaumburg-Müller og Werlauff er enige heri.<sup>164</sup> Kure anfører ligeledes, at Erhvervsstyrelsens og *landsrettens* fortolkning forekommer for vidtgående og uhjemlet, idet den hverken har støtte i forbuddets ordlyd, forarbejderne eller det 2. selskabsdirektiv, samt at det ikke er nødvendigt for at opnå formålet med forbuddet. Han erkender dog samtidig, at der kan tænkes omgængessituationer, men at sådanne tilfælde imidlertid må vurderes helt konkret sag for sag. På baggrund heraf plæderer han for, at udgangspunktet må være, at SL § 206 alene finder anvendelse på *danske* kapital-selskaber, og at

---

<sup>157</sup> Udtalelse af 30. oktober 2002 refereret i Bunch & Whitt, s. 909

<sup>158</sup> Udtalelse af 22. juni 2011, udtalelse af 21. maj 2012, udtalelse af 16. april 2013 – alle citeret i Bunch & Whitt, s. 910 ff.

<sup>159</sup> Høeg Madsen, NTS 2006:3, s.78 ff.

<sup>160</sup> *Ibid.*, s. 87

<sup>161</sup> *Ibid.*, s. 87

<sup>162</sup> *Ibid.*, s. 89

<sup>163</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 438

<sup>164</sup> Werlauff mfl., *Kommentar*, s. 992

det udenlandske datterselskabs selskabsstatut må være afgørende for, om det kan yde selvfinansiering eller ej.<sup>165</sup> Kruhl mfl. anser den eksterritoriale virkning som en meget vidtgående fortolkning.<sup>166</sup> Krüger Andersen forholder sig ikke til rigtigheden af Erhvervsstyrelsens praksis og landsrettens dom.<sup>167</sup>

Ydermere er den af Erhvervsstyrelsen og landsretten anlagte fortolkning mere vidtgående end den, som England har anlagt. CA section 678 og 679 anfører, at forbuddet gælder ”companies”. Herved er udenlandske selskaber udelukket, idet ”company” er defineret i section 1(1). Hvorvidt et ikke-engelsk datterselskab kan yde selvfinansiering, er derfor op til datterselskabets relevante selskabslovgivning<sup>168</sup> (typisk lovgivningen i det land, hvor selskabet er inkorporeret efter incorporationsteorien).<sup>169</sup> Det skal imidlertid påpeges, at engelsk ret tager højde for omgængelsesbetragtninger. Det følger således af ordet ”indirectly” i section 678 og 679 samt dommen *Arab Bank plc v Merchantile Holdings Ltd [1994]*, at hvis et engelsk selskab opretter et udenlandsk datterselskab, evt. ved apportindskud af aktiver, for herefter at lade det yde selvfinansiering, vil dette konstituere *indirekte* selvfinansiering fra det engelske (moder)selskab, der foretog apportindskuddet.<sup>170</sup> At det engelske moderselskab deltager i generalforsamlingen i sit udenlandske datterselskab og ikke forhindrer, at datterselskabet yder selvfinansiering, er f.eks. ikke nok til at konstituere indirekte selvfinansiering, jf. *AMG Global Nominees (Private) Ltd v SMM Holdings Ltd [2008]*.<sup>171</sup>

Idet der henses til ovenstående litteratur, synes Erhvervsstyrelsens og landsrettens eksterritoriale fortolkning af det danske selvfinansieringsforbud at bero på en yderst tvivlsom hjemmel. Det synes således betænkeligt at indfortolke et krav om, at et dansk moderselskab generelt har en pligt til at anvende sin instruktionsbeføjelse over for sit udenlandske datterselskab, således at datterselskabet overholder *danske* regler om forsvarlig formueforvaltning. I tråd med Kure, og med inspiration fra engelsk ret, synes det mere nærliggende *konkret* at vurdere, hvorvidt det danske (moder)selskab *indirekte* yder selvfinansiering ved evt. at oprette et udenlandsk datterselskab vha. apportindskud, som derefter yder selvfinansieringen. Denne situation ville alt andet lige, i tråd med det af Høeg Madsen anførte, kunne udløse et ledelsesansvar for ledelsen i det danske (moder)selskab.

### 3.4 Lovlig selvfinansiering

Som tidligere nævnt kan der under visse kumulative betingelser ydes lovlig selvfinansiering. Disse betingelser findes i SL § 206, stk. 3 og §§ 207-209. Bunch & Whitt anfører, at den lovlige selvfinansiering skal være forudsat ifm. erhvervelsen af kapitalandelene. En *efterfølgende* beslutning om at yde lovlig selvfinansiering kan således ikke træffes.<sup>172</sup> Dette blev

---

<sup>165</sup> Kure, s. 127

<sup>166</sup> Kruhl mfl., s. 178-179

<sup>167</sup> Krüger Andersen, s. 291

<sup>168</sup> Ferran mfl., *Principles of Corporate Finance Law*, s. 249

<sup>169</sup> Om selskabsretlige lovvalgsregler, se Engsig Sørensen, *Selskabsstrukturer*, s. 394 ff.

<sup>170</sup> Stilton, *Sale of Shares and Businesses*, s. 287

<sup>171</sup> Ibid.

<sup>172</sup> Bunch & Whitt, s. 915

berørt i afsnit 3.2.3.1. Hvor teorien ikke giver anledning til diskussion i det følgende, forsøges det gjort kort, ligesom særreglerne i SL § 213 (pengeinstitutter) og § 214 (om generel medarbejderordning) ikke behandles pga. deres manglende relevans for PE-LBOs.

Afslutningsvis skal nævnes, at særreglen i SL § 184 - hvorefter Targets midler ikke kan uddeles i 12 mdr. efter overtagelsen af et børsnoteret selskab, medmindre dette er oplyst i tilbudsdokumentet - også finder anvendelse for reglerne om lovlig selvfinansiering.<sup>173</sup>

### 3.4.1 Kreditvurdering

Targets/Opcos centrale ledelsesorgan skal ifølge SL § 206, stk. 3 sikre, at der foretages en kreditvurdering af Newco. Det fremgår af forarbejderne, at midlerne kun bør stilles til rådighed, hvis en professionel långiver ville være villig hertil.<sup>174</sup> For lån må kreditvurderingen tage udgangspunkt i risikoen for, at Newco ikke rettidigt tilbagebetaler Target. Ved sikkerhedsstillelse må der tages udgangspunkt i risikoen for, at (akkvisitions)Långiver får behov for at påberåbe sikkerheden.<sup>175</sup> Bunch & Whitt antager endvidere for sikkerhedsstillelse, at Långiver skal kreditvurderes.<sup>176</sup> Kure er uenig heri, hvilket må tiltrædes, idet sikkerhedsstillelsen alene stilles for Newcos forpligtelser, ikke Långivers.<sup>177</sup>

Kreditvurderingen har ganske naturligt en tæt relation til forsvarlighedskravet. Ledelsen er ikke overraskende generelt omfattet af SL's ansvarsregler vedr. vurderingen.

### 3.4.2 Generalforsamlingens godkendelse og det centrale ledelsesorgans redegørelse

Det følger af SL § 207, stk. 1, at generalforsamlingen (i Target) skal godkende en beslutning om at yde selvfinansiering. Denne skal træffes med vedtægtsændringsmajoritet, jf. SL § 207, stk. 2, jf. § 106. Der er konsensus i litteraturen om, at den eller de kapitalejere, der modtager selvfinansieringen (Newco), ikke er inhabile i afstemningen.<sup>178</sup> Der knytter sig dog interessante minoritetsproblemstillinger til selvfinansiering, idet selvfinansiering typisk ydes til én bestemt kapitalejer eller en gruppe, hvorimod f.eks. udlodning af udbytte vil komme alle kapitalejere til gode. Derfor skal ligeretsgrundsætningen i SL § 45, 1. pkt. overholdes, og en minoritet vil derfor kunne blokere selvfinansieringen ved at undlade at give samtykke. Dertil kommer, at beslutningen tillige kan anfægtes efter SL § 108.<sup>179</sup> I PE-LBOs, hvor Newco kommer til at eje 100 % af kapitalandelene i Target (som er det typiske), vil sådanne minoritetsproblemer ikke opstå. De forskellige ejerskaber kommer i stedet typisk til udtryk i Topco. Derfor skal minoritetsproblemstillingen ikke analyseres yderligere her.

---

<sup>173</sup> Bet 1498/2008, s. 1023

<sup>174</sup> Bet 1498/2008, s. 1024

<sup>175</sup> Kure, s. 134

<sup>176</sup> Bunch & Whitt, s. 916

<sup>177</sup> Kure, s. 135

<sup>178</sup> Kure, s. 133, Kruhl mfl., s. 193-194, Bunch & Whitt, s. 917

<sup>179</sup> Kure, s. 133-134

Godkendelsen skal foreligge *inden* selvfinansieringen foretages.<sup>180</sup> Generalforsamlingen kan ikke give en forhåndsmyndigelse til det centrale ledelsesorgan. Dertil kommer, at der kræves en *konkret* stillingtagen fra generalforsamlingen med baggrund i redegørelsen fra det centrale ledelsesorgan.<sup>181</sup> (Man er således praktisk talt afhængig af, at det centrale ledelsesorgan udarbejder en sådan redegørelse, før der kan ydes selvfinansiering.<sup>182</sup>)

Denne redegørelse skal som minimum<sup>183</sup> indeholde

- 1) baggrunden for forslaget,
- 2) selskabets interesse i at yde selvfinansieringen,
- 3) betingelserne knyttet til selvfinansieringen,
- 4) vurdering af de konsekvenser, selvfinansieringen har på Targets likviditet og solvens, samt
- 5) prisen som tredjemand skal betale for kapitalandelene.

Derudover skal redegørelsen offentliggøres i Erhvervsstyrelsens it-system, jf. SL § 207, stk. 3, hvilket i sig selv af kommercielle grunde udgør en hindring for lovlig selvfinansiering, idet især prisen for kapitalandelene kan være følsom at offentliggøre.<sup>184</sup>

Det juridisk interessante er, hvad der ligger i begrebet ”selskabets interesse” – et emne, som har givet anledning til megen debat og mange uenigheder i den generelle selskabsretlige litteratur. Begrebet synes utvivlsomt også at have forbindelse med forsvarlighedskravet i SL § 208, idet noget, der ikke er forsvarligt, næppe heller er i selskabets interesse.

Kure konkluderer generelt om sikkerhedsstillelse i koncernforhold, at det ikke er tilstrækkeligt, at en disposition er i koncernens interesse, hvis dette er til skade for det enkelte selskab. Dog må koncernforbindelsen kunne berettige til en bred interessevurdering, hvor en konkret fordel ikke nødvendigvis skal påvises, hvis der blot er udsigt til, at ulempen opvejes på et senere tidspunkt.<sup>185</sup> Tilsvarende Bunch og Schans Christensen, der anfører (vedr. koncernlån), at det ikke er tilstrækkeligt at henvise til moderselskabets bedste.<sup>186</sup> Krüger Andersen plæderer for, at ”*det i vidt omfang [må] være op til aktionærerne at afgøre, hvad der er selskabets interesse,*” dvs. Newco afgør for Target, og Target afgør for Opco 1-4. Han erkender dog samme sted, at kreditorinteresser indgår i selskabets interesse.<sup>187</sup> Gomard synes at være på

---

<sup>180</sup> Kruhl mfl., s. 192, Krüger Andersen, s. 294

<sup>181</sup> Kruhl mfl., s. 192 og Bunch & Whitt, s. 916

<sup>182</sup> Kure, s. 132

<sup>183</sup> Dvs. andre væsentlige forhold skal også inddrages.

<sup>184</sup> Kure, s. 130

<sup>185</sup> U 2012B.139

<sup>186</sup> U 2011B.1, s. 6-7

<sup>187</sup> Krüger Andersen, s. 295

linje med Krüger Andersen, idet han anfører, at selskabslovgivningen ikke indeholder krav om, at et selskab skal ledes selvstændigt og uafhængigt. I stedet advokerer han for, at koncerninteressen kan varetages, så længe kreditorinteresser ikke tilsidesættes.<sup>188</sup> Engsig Sørensen synes også at være på linje med Krüger Andersen.<sup>189</sup> Werlauff plæderer i stedet for en bredere definition af selskabets interesse, hvor forskellige delinteresser indgår i prioriteret rækkefølge, nemlig kapitalejerne, kreditorerne, medarbejderne, (potentielle) medkontrahenter og samfundet. Rangfølgen kan dog pga. særlige omstændigheder ændres.<sup>190</sup> Det mest oplagte eksempel synes at være, at hensynet til kreditorerne vejer tungest, når man nærmer sig insolvens. Sofsrud synes at være på linje med sidstnævnte, idet han plæderer for, at selskabets interesse peger på at tilgodese det økonomiske residualssubjekt.<sup>191</sup>

Om end det præcise indhold af begrebet ”selskabets interesse” ikke ud fra ovenstående lader sig definere i litteraturen, skal både Target og de datterselskaber, der yder selvfinansiering, kunne godtgøre, at dette sker i selskabets interesse. I en PE-LBO består interessen ofte i det fordelagtige i at få PE-fonden som ultimativ kapitalejer, idet den generelt bringer højt specialiseret ekspertise og knowhow.<sup>192</sup> Empirisk data understøtter dette, idet undersøgelser viser, at afkast fra PE-investeringer gennemsnitligt overgår investeringer på de offentlige kapitalmarkeder. Noget tyder således på, at PE-fondene er i stand til at optimere Target. Dette afhænger dog selvfølgelig i høj grad af, hvilket PE-hus der bliver den ultimative majoritets-ejer.<sup>193</sup>

Det kunne også tænkes, at Opco 3 med den tidligere kapitalejer ikke har fået megen økonomisk støtte fra sit moderselskab (Target), men at dette kommer til at ændre sig med ejerskiftet i form af ny driftskapital mv. For Opco 3 vil det således være forholdsvis nemt at påvise, at det er i selskabets interesse, at der kommer nye ultimative ejere. Target/Opcos vil typisk også have ”change of control” clauses i deres allerede eksisterende låneengagementer, som bliver udløst ved LBOen,<sup>194</sup> og her kan Långiver (gennem refinansiering) komme det konkrete selskab til undsætning, med den betingelse, at det konkrete selskab stiller sikkerhed for akquisitionsgælden. Dette vil typisk ligeledes være i selskabets interesse, idet alternativet er en række misligholdte låneengagementer.

Omvendt er der andre Opcos, hvor selskabets interesse ikke så ligetil kan påvises – især hvis dette selskab f.eks. i høj grad er uafhængigt fra resten af koncernen. Det vil altid være en konkret vurdering for ledelsen i det pågældende selskab, der yder selvfinansieringen (eller

---

<sup>188</sup> Gomard, *Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner*, s. 89

<sup>189</sup> Engsig Sørensen, *Selskabsstrukturer*, s. 99

<sup>190</sup> Werlauf, *Selskabsmasken*, s. 517 ff.

<sup>191</sup> Sofsrud, *Bestyrelsens beslutning og ansvar*, s. 233 ff.

<sup>192</sup> Schans Christensen, op.cit., s. 433 nævner også knowhow som et eksempel på selskabets interesse.

<sup>193</sup> Se eksempelvis Bernstein mfl., *Private Equity and Industry Performance*, Jensen, *Eclipse of the Public Corporation* samt MacArthur mfl., *Private Equity Returns Still Outperform Public Markets*, 2017, Forbes artikel

<sup>194</sup> Kure, s. 143

foretager en alternativ disposition), og dispositionen skal i alle tilfælde overholde SL's øvrige regler, herunder især forsvarlighedskravet (§ 208 og § 115).

### 3.4.3 Forsvarlighedskravet

Alene beløb, som kan udloddes som ordinært udbytte, jf. SL § 180, 3. pkt., kan bruges til selvfinansieringen, jf. SL § 208, 3. pkt. Frie reserver, der er optjent i indeværende regnskabsår, kan således ikke anvendes, idet sådanne beløb alene kan udloddes som ekstraordinært udbytte.<sup>195</sup> Ydet lovlig selvfinansiering behandles regnskabsmæssigt i overensstemmelse med årsregnskabslovens § 35 a, stk. 1.<sup>196</sup>

Det følger tillige af SL § 208, at selvfinansieringen skal være forsvarlig under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling. For koncerner tages der hensyn til dennes økonomisk stilling, jf. SL § 208, 2. pkt. Dette skal på samme måde, som SL § 179, stk. 2 ses som en yderligere begrænsning til reglerne om kapitalafgang. Eksempelvis hvis de frie reserver muliggør selvfinansiering/udbytte på 100, men hvor forsvarlighedskravet fordrer, at der alene bistås/udlodes 90.

Vurderingen skal alene foretages én gang, nemlig når bistanden ydes. En efterfølgende nedgang i den økonomiske stilling ulovliggør således ikke den tidligere ydede selvfinansiering.<sup>197</sup>

Forsvarlighedskravet og kravet om selskabets interesse skal i det hele taget læses sammen med SL's øvrige regler om ledelsesansvar, jf. U 2000.1013 H, der dog konkret handlede om aktionærlån.<sup>198</sup> Det fremgår ligeledes af direktivordlyden, at lovlig selvfinansiering sker under ledelsens ansvar.<sup>199</sup> Forskellen er dog, at hvor et almindeligt ledelsesansvar er en almindelig erstatningsretlig sag, jf. SL § 361, medfører økonomisk bistand i strid med §§ 206 og 210 tillige, at tilbagebetalingspligten i § 215 udløses, som på en række punkter er forskellig fra SL § 361.

For bl.a. at imødegå den problemstilling, der opstår, hvor det ikke er forsvarligt (og således heller ikke i selskabets interesse) for f.eks. Opco 4 at garantere for 100 % af akkvisitionsfinansieringen, indeholder akkvisitionsdokumentationen typisk begrænsninger, således at hvert selskab i koncernen alene stiller sikkerhed med et beløb, der er forsvarligt under hensyntagen til selskabets økonomiske stilling for at undgå at komme i strid med selvfinansieringsforbudet.

---

<sup>195</sup> Kruhl mfl., s. 194 og Kure, s. 137

<sup>196</sup> Bunch & Whitt, s. 915 og Kure, s. 137

<sup>197</sup> Kure, s. 137 og Werlauf mfl., *Kommentar*, s. 999

<sup>198</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 430 og Krüger Andersen, s. 290

<sup>199</sup> Kure, s. 139



*Eksempel på garantibegrænsning i "Leveraged Facilities Agreement"-paradigme af Freshfields Bruckhaus Deringer:*

**24.11 Guarantee limitations<sup>81</sup>**

[This guarantee does not apply to any liability to the extent that it would result in this guarantee constituting unlawful financial assistance within the meaning of sections 678 or 679 of the Companies Act 2006 [or any equivalent and applicable provisions under the laws of the Original Jurisdiction of the relevant Guarantor] and, with respect to any Additional Guarantor, is subject to any limitations set out in the Accession Deed applicable to such Additional Guarantor.]

### 3.4.4 Sædvanlige markedsvilkår

Det følger af SL § 209, at lovlig selvfinansiering skal ske på sædvanlige markedsvilkår. Forarbejderne lægger vægt på, at dette varetager hensynet til selskabets kreditorer, og sikrer, at visse kapitalejere ikke forfordes. Vilkårene må ifølge bemærkningerne ikke afvige fra sædvanlige markedsvilkår.<sup>200</sup> Erhvervsstyrelsen har i en udtalelse af 21. maj 2012 meddelt, at Target alene kan stille sikkerhed, ”hvis andre aktører i markedet ville stille sikkerhed for [Newco], og vilkårene skal være de samme, som andre aktører ville kræve.”<sup>201</sup> I strid med denne praksis antager Krüger, at kravet ikke er ensbetydende med, at tilsvarende vilkår *rent faktisk* kan opnås i markedet.<sup>202</sup> Kruhl mfl., Kure samt Schaumburg-Müller og Werlauff tolker ligeledes kravet anderledes end styrelsens strenge praksis. De tolker kravet som om, at der skal foretages en reel vurdering af, hvorvidt den modydelse, som Target/Opcos får, adskiller sig fra almindelige markedsvilkår. Kure præciserer sågar, at det centrale ledelsesorgan må overlades et ”temmelig bredt skøn”.<sup>203</sup> Sidstnævnte hænger formentlig sammen med, at sådanne dispositioner typisk granskes i bagklogskabens ulideligt klare lys, hvor det *er* gået galt.

Der synes således at være diskrepans mellem Erhvervsstyrelsens praksis og litteraturen, og spørgsmålet henhører som altid i sidste ende under domstolene.

### 3.4.5 Kort sammenfatning

Det kan konkluderes, at beskyttelsen af kreditorer (og minoriteter) er særdeles stærk. Kruhl mfl. beskriver reglerne om lovlig selvfinansiering som byrdefulde sammenlignet med f.eks. efterfølgende udbytteudlodning<sup>204</sup> pga. betingelserne om udarbejdelse af kreditvurdering og redegørelse.<sup>205</sup> På samme måde konkluderer Kure, at reglerne derfor vil få ganske begrænset betydning i praksis.<sup>206</sup> Ferran er på linje hermed vedr. direktivet.<sup>207</sup> Synspunkterne må tiltrædes. Dertil kommer, at Erhvervsstyrelsens praksis vedr. sædvanlige markedsvilkår formentlig

<sup>200</sup> FT 25-03-2009, Tillæg A, s. 5279

<sup>201</sup> Bunch & Whitt, s. 910-911

<sup>202</sup> Krüger Andersen, s. 296

<sup>203</sup> Kruhl mfl., s. 195, Kure, s. 136, Werlauf mfl., *Kommentar*, s. 1000

<sup>204</sup> Se afsnit 3.5.1

<sup>205</sup> Kruhl mfl., s. 199

<sup>206</sup> U 2011B.293

<sup>207</sup> Ferran mfl., *Principles of Corporate Finance Law*, s. 233

har en kommercielt afskrækkende effekt. Samlet gør dette alternativer til lovlig selvfinansiering yderligere relevant.

### **3.5 Alternativer til lovlig selvfinansiering**

#### **3.5.1 Efterfinansiering i form af udbytteudlodning**

Det blev med U 2006.145 H (Procuritas) fastlagt, at reglerne om udbytteudlodning er lex specialis ift. selvfinansieringsforbuddet og derved uden for forbuddets rækkevidde. Der kan således udloddes såvel ordinært som ekstraordinært udbytte fra Target til Newco efter erhvervelsen, forudsat at kravene hertil overholdes (SL §§ 179-184). Reglernes forholdsvis simple indhold skal af pladsmæssige årsager ikke redegøres for. Fælles for dem er dog, at de værner om kreditorinteresser. Alligevel er det ifølge Erhvervsstyrelsens praksis, at følgende betingelser skal være opfyldt, for at efterfølgende udbyttebetalinger ikke er i strid med *selvfinansieringsforbuddet*.<sup>208</sup>

- 1) Target/Opcos må ikke yde lån, hvor midlerne direkte eller indirekte anvendes til at finansiere Newcos erhvervelse af aktier i Target;
- 2) Target må ikke direkte eller indirekte hæfte for Newcos forpligtelser over for Långiver eller andre, som yder lån ifm. overtagelsen af Target;
- 3) Långiver kan ikke få sikkerhed for lån til Newco i aktiver tilhørende Target/Opcos;
- 4) Target må ikke garantere fremtidige udbyttebetalinger;
- 5) Targets handlefrihed må ikke begrænses for selskabet i skadeligt omfang;
- 6) Ved udbyttebetalinger fra Target til Newco skal SLs almindelige bestemmelser overholdes. Herunder skal det særligt påses, at udbyttet ikke overstiger, hvad der er forsvarligt for Target. Bestyrelsen i Target har således et selvstændigt erstatningsretligt/strafferetligt ansvar for, at uddelingen af udbytte ikke overstiger, hvad der er forsvarligt;
- 7) Udbyttebetalingen må ikke skaffe Newco en utilbørlig fordel på andre aktionærers bekostning; og
- 8) Bestyrelsen i målselskabet skal påse, at kapitalberedskabet i selskabet til enhver tid er forsvarligt.

Mens alle punkter på nær betingelse 5 utvivlsomt er korrekte,<sup>209</sup> er det imidlertid kun betingelse 1 og 2, der har med selvfinansieringsforbuddet at gøre. En uforsvarlig udbyttebetaling vil være ulovlig (efter SL § 179, stk. 2) og i strid med betingelse 6, men kan ikke medføre, at dispositionen konstituerer ulovlig selvfinansiering efter SL § 206. På samme måde, selvom

---

<sup>208</sup> Bunch & Whitt, s. 872

<sup>209</sup> Betingelse 5 blev diskuteret i afsnit 3.2.4.1(b) om negative pledges.

betingelse 1 og 2 handler om selvfinansiering, er det svært at se, hvordan lån/hæftelse fra Target/Opcos har med efterfølgende udbytteudlodning at gøre. Kruhl mfl. og Kure synes enige heri.<sup>210</sup>

Mens styrelsens betingelser overordnet synes at være korrekte, synes deres *kontekst* at være forkert, idet der sker en sammenblanding af, hvad ulovlig selvfinansiering er, og hvilke krav der ellers følger af SL.

Afslutningsvis skal nævnes, at ”*dispositioner, der alene har til formål at gøre reserver frie, der hidtil har været bundne iht. lovgivningen, således at udbytte mulighederne forøges*” ifølge Erhvervsstyrelsens praksis ud fra en konkret vurdering kan udgøre ulovlig selvfinansiering.<sup>211</sup> Dette kunne eksempelvis ske gennem en fusion eller spaltning. Kruhl mfl. er enige heri, idet de henser til omgåelsesbetragtninger.<sup>212</sup> Dette synes at være i overensstemmelse med den konkrete formålsfortolkning, der skal anlægges, hvor målestokken er, ”*hvorvidt dispositionen medfører, at der kan trækkes yderligere midler ud af Target, ift. hvis dispositionen ikke var foretaget.*”<sup>213</sup>

### 3.5.2 Kapitalnedsættelse og erhvervelse af egne kapitalandele

Kapitalnedsættelse kan anvendes til efterfinansiering ved at forøge udbytte mulighederne, hvorimod Target ved erhvervelse af egne kapitalandele overfører midler til Newco, som herefter kan afdrage til Långiver.

Der synes at være konsensus i litteraturen om, ligesom det fremgår af lovbemærkningerne,<sup>214</sup> at kapitalnedsættelse og erhvervelse af egne kapitalandele (på samme måde som udbytteudlodninger) ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet.<sup>215</sup> Igen skal formaliteterne for de enkelte dispositioner naturligvis være iagttaget (SL §§ 185-193 for kapitalnedsættelse og SL §§ 196-205 for egne kapitalandele). Der må f.eks. ikke ydes forskud på kapitalnedsættelsen.<sup>216</sup>

Erhvervsstyrelsen er her på linje med litteraturen.<sup>217</sup>

Det bemærkes for en god ordens skyld, at Schans Christensens antager, at likvidation også er *lex specialis*.<sup>218</sup>

### 3.5.3 Debt Pushdown

Som beskrevet tidligere er debt pushdown en måde, hvorpå Långiver får et direkte krav mod Target, og således undgår den strukturelle efterstilling, og herved mindsker sin risiko. Dette

<sup>210</sup> Kruhl mfl., s. 184 og Kure, s. 141

<sup>211</sup> Bunch & Whitt, s. 883

<sup>212</sup> Kruhl mfl., s. 186

<sup>213</sup> Udtalelse af 16. september 2013 refereret i Bunch & Whitt, s. 875

<sup>214</sup> FT 25-03-2009, Tillæg A, s. 5279

<sup>215</sup> Werlauf mfl., *Kommentar*, s. 991, Egholm Hansen mfl., *Køb og salg af virksomheder*, s. 646, Kruhl mfl., s. 182 og 186

<sup>216</sup> Schans Christensen, *Kommentar*, s. 559 og Werlauf mfl., *Kommentar*, s. 991

<sup>217</sup> Bunch & Whitt, s. 875

<sup>218</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 436

sker ved, at dele af gælden skubbes ned til Target, således at Target i stedet for Newco er debitor.

### 3.5.3.1 Refinansiering

Inden Target overtages, indeholder det typisk en del gæld. *Eksempel:* Target koster 1 mia. kr. og indeholder 300 mio. kr. gæld. Denne gæld forfalder typisk ved ejerskifte.<sup>219</sup> I stedet for at Newco betaler hele den aftalte købspris på 1 mia. kr., hvorefter sælger afvikler gælden, således at der kan ske overtagelse på en ”debt free basis”, giver det ud fra et finansieringsretligt perspektiv i høj grad mening at overtage Target med gælden, som naturligvis trækkes fra købsprisen, således at Newco kun betaler 700 mio. kr. for selskabet. Herefter står Långiver for refinansieringen af gælden, og får herved et direkte krav mod Target/Opcos på 300 mio. kr. Dette medfører også, som beskrevet i afsnit 3.2.2.1, at der reelt set alene betales 700 mio. kr. (i stedet for 1 mia. kr.) for ”tredjemands erhvervelse af kapitalandele”, og de 300 mio. kr. konstituerer således *ikke* akquisitionsgæld, hvorfor Target frit (ift. SL § 206) kan stille sikkerhed for denne del. Dertil kommer, at det skattemæssigt typisk er fordelagtigt at have gælden lokaliseret i samme enhed som den operationelle drift.<sup>220</sup>

Det er dog vigtigt at være opmærksom på at sikre, at Target ikke kommer til at stille sikkerhed for eller afdrage på akquisitionsgælden. Der skal som tidligere anført kunne sondres mellem akquisitionsgæld og anden gæld. Kure anfører, at der ved sammenblanding er risiko for, at sikkerhedsstillelsen i sin helhed ikke er bindende, jf. SL § 215, stk. 3.<sup>221</sup> Sidstnævnte blev diskuteret i slutningen af afsnit 3.2.4.2. Fra et rådgivningssynspunkt er det således hensigtsmæssigt, at der indgås flere individuelle aftaler, således man undgår risikoen for, at *hele* sikkerhedsstillelsen tilsidesættes.

Afslutningsvis skal det bemærkes, at den del af det samlede finansieringsbehov, der består af anlægsinvesteringer mv., ydes fra Långiver direkte til det selskab, investeringen skal foretages for (modsat blot at yde lånet til Newco ifm. overtagelsen, som herefter finansierer sine datterselskabers behov). Begrundelsen herfor er den samme som for refinansiering af gæld.

### 3.5.3.2 Lån efterfulgt af udbytteudlodning

Dette afsnit bør læses i forlængelse af afsnit 3.5.1. Selvom Target har udbyttekapacitet, er det ikke altid, at der er likviditet hertil. Løsningen herpå er, at Långiver yder Target/Opcos et (drifts)lån, således at selskabet får den fornødne likviditet til at foretage udbytteudbetalingen. Herved formindskes Newcos akquisitionsgæld med udbyttebeløbet, og Långiver får i stedet et tilgodehavende mod Target. Sidstnævnte tilgodehavende er både et direkte krav og udgør ikke akquisitionsgæld, hvorfor der kan stilles sikkerhed herfor mv. Slutfacit er, at gælden er blevet skubbet ned fra Newco til Target.

---

<sup>219</sup> Om begrundelserne herfor, se Kure, s. 143

<sup>220</sup> Speechley, s. 111-112 og s. 433-434

<sup>221</sup> Kure, s. 144

Det bemærkes, at Långiver for en kort periode hermed har en dobbelt eksponering (om end for en kort stund), idet Långivers lån til Target og Newcos tilbagebetaling af akkvisitionsgæld ikke er samtidig. Illum og Krog Andersen beskriver dette som ”daylight exposure”.<sup>222</sup>

### 3.5.3.3 Fusion

En tredje måde at foretage debt pushdown på er ved efter overtagelsen at fusionere Newco og Target, hvorved der sker universalsuccession, således at akkvisitionsgælden og (Targets) cash flows og aktiver ender i samme selskab. Det er i denne henseende ikke afgørende, hvorvidt der er tale om en ”uegentlig” eller ”egentlig” fusion. Set fra Targets synsvinkel bliver dette alene påført betydelig gæld ved fusionen - og ikke meget andet.

Selvom fusioner er underlagt egne regler i SL kap. 15, er det imidlertid Erhvervsstyrelsens praksis, at en fusion som beskrevet ovenfor konstituerer ulovlig selvfinansiering. Det er sagen uvedkommende, om Newco eller Target er det fortsættende selskab (uegentlig fusion), eller om et nystiftet tredje selskab er det fortsættende (egentlig fusion). Det afgørende er efter denne praksis, at Långiver får direkte adgang til midlerne i Target. Den typiske Newco struktur i PE-LBOs vil utvivlsomt være omfattet af denne praksis fra Erhvervsstyrelsen, idet Newco netop er et SPV. Det bærende argument for denne praksis er ifølge Bunch & Whitt, at en mindre restriktiv fortolkning af forbuddet ville gøre det illusorisk.<sup>223</sup>

Erhvervsstyrelsens har dog åbnet op for, at en efterfølgende fusion ikke er i strid med forbuddet, hvis den opfylder følgende betingelser:<sup>224</sup>

1. Der har været en væsentlig forretningsmæssig begrundelse for transaktionen;
2. Fusionen har ikke været forudsat ifm. overtagelsen;
3. Der er mindst gået et par år siden overtagelsen af den pågældende virksomhed; og
4. Fusionen er ikke nødvendig for tilbagebetalingen af de optagne lån mv.

Eftersom reglerne om udbytteudlodning, kapitalnedsættelse og erhvervelse af egne kapitalandele er lex specialises ift. selvfinansieringsforbuddet, idet de har deres egne regelsæt, der sikrer kreditorerne og andre interessenter (især SL §§ 242-243), er det bemærkelsesværdigt, at fusionsreglerne efter styrelsens praksis ikke er lex specialis ift. selvfinansieringsforbuddet. Styrelsen begrundede dette i en udtalelse af 12. februar 1993, hvor de henviste til lovbemærkningerne<sup>225</sup> om, at forbuddet omfattet ”*enhver finansiering af køb af kapitalandele.*” På den baggrund anser den ikke fusionsreglerne for udtømmende ift. selvfinansieringsforbuddet.<sup>226</sup>

---

<sup>222</sup> ET.2007.4

<sup>223</sup> Bunch & Whitt, s. 883

<sup>224</sup> Bunch & Whitt, s. 901

<sup>225</sup> FT 1981-82 (2. saml.), tillæg A, sp. 2884

<sup>226</sup> Bunch & Whitt, s. 886

I en senere udtalelse af 2. februar 2001 fremkommer styrelsen med et yderligere argument, nemlig at der ved udbyttebetalinger er en bedre beskyttelse af kreditorernes interesser end ved fusion. I eksemplet ville en udbytteudlodning således maksimalt kunne resultere i 73 mio. kr., en kapitalnedsættelse i 101,5 mio. kr., hvorimod en fusion ville påføre Target en gæld på 140 mio. kr. Skjerbek godtager ikke dette argument, idet han henser til, at det er et lovgivningsmæssigt valg, hvorledes man har valgt at beskytte kreditorerne fsva. de forskellige selskabsretlige dispositioner, og at det i stedet er afgørende, hvorvidt lovgiver *særskilt* har taget stilling til kreditorernes stilling.<sup>227</sup> Skjerbeks argumentation må tiltrædes, samtidig med det kan tilføjes, at styrelsens regnestykke heller ikke er så ligetil. En påførelse af gæld på 140 mio. kr. kan således ikke sidestilles med f.eks. en udbytteudlodning. Hvor en udbytteudlodning resulterer i, at de 73 mio. kr. forlader selskabet (næsten øjeblikkeligt), resulterer en påførelse af gæld ikke, at de 140 mio. kr. forlader selskabet øjeblikkeligt. I stedet forøges Targets gældsposter, hvorefter gælden afdrages over tid. Dertil kommer, at kreditorsikring ikke blot kan udregnes ved at sammenligne ”tal” på denne måde uden hensyntagen til andre regler (som f.eks. vurderingsmandserklæring).

Opmærksomheden skal da også henledes på, at der endnu ikke er nogen domstolsafgørelse på området.

Der synes at være konsensus i litteraturen om, at styrelsens praksis er kritisabel og betænkelig. Kruhl mfl. beskriver styrelsens praksis som ”ikke korrekt”, idet styrelsen ikke har hjemmel til at opstille sådanne betingelser, og at det afgørende må være, om fusionen sker i overensstemmelse med SLs regler om fusioner. SLs regler sikrer allerede kreditorerne gennem en vurderingsmandserklæring, der typisk er afgivet af en revisor med en lovpligtig ansvarsforsikring. Erklæringen sikrer således, at kreditorerne er tilstrækkeligt sikrede, selv om Newcos akkvisitions lån bliver en del af det fortsættende selskabs passiver, idet de kan kræve sig indfriet eller få betryggende sikkerhed, hvis erklæringen er ”negativ”. Afslutningsvis finder de det betænkeligt, hvorfor fusionsreglerne ikke skulle være *lex specialis*, når nu reglerne om udbytteudlodning, kapitalnedsættelse og erhvervelse af egne kapitalandele er det.<sup>228</sup> Friis Hansen mfl. og Krüger Andersen er på linje hermed.<sup>229</sup> Samme er Schans Christensen, der plæderer for, at reale hensyn taler for, at reglerne om fusion ligeledes må nyde forrang ift. selvfinansieringsforbuddet.<sup>230</sup> Schaumburg-Müller og Werlauff er også kritiske, og henviser til, at der kunne være et behov for at teste styrelsens praksis ved domstolene. De anfører videre, at U 2006.145 H (Procuritas) potentielt kan tages til indtægt for, at domstolene har lagt en mere positivistisk tilgang til brug af lovlige selskabsretlige tiltag end Erhvervsstyrelsen, som burde omfatte fusioner.<sup>231</sup>

---

<sup>227</sup> Skjerbek, s. 120

<sup>228</sup> Kruhl mfl., s. 189

<sup>229</sup> Friis Hansen mfl., *Dansk Selskabsret 2*, s. 415-417 og Krüger Andersen, s. 297

<sup>230</sup> Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, s. 437

<sup>231</sup> Werlauf mfl., *Kommentar*, s. 991. Se også U 2006B.365 af Werlauff.

Illum og Krog Andersen, Steffensen mfl., og Egholm Hansen mfl. refererer blot Erhvervsstyrelsens praksis uden at udtale nogen kritik heraf.<sup>232</sup> Som sagt er Bunch & Whitt dog enige i styrelsens praksis.<sup>233</sup>

Det synes svært at være uenig med den kritiserende litteratur. Den formålsfortolkning, som der ifølge forarbejderne skal anlægges ved selvfinansieringsforbuddet, går ud på, at kreditorer og andre interessenter skal beskyttes. Fusionsreglerne er imidlertid særdeles kreditorvenlige, idet de, hvis vurderingserklæringen ikke er positiv, kan kræve betryggende sikkerhed eller kræve sig indfriet, jf. SL § 243, og det virker derfor på ingen måde oplagt, at en formålsfortolkning af SL § 206 skulle medføre, at fusioner omfattes af selvfinansieringsforbuddet. På linje med litteraturen taler også U 2006.145 H stærkt for, at fusioner burde være *lex specialis* ligesom udbytteudlodninger er det. På den anden side er det dog klart, at Target de facto deltager i finansieringen af sin egen overtagelse ved en sådan fusion. Dette kan dog under henvisning til U 2006.145 H ikke være afgørende, idet udbytteudlodninger også de facto kan siges at udgøre finansiering af Targets egen overtagelse (hvilket der ikke er noget odiøst i). Noget andet er, at det i lovbemærkningerne eksplicit fremgår, at udbetaling af udbytte, kapitalnedsættelse og tilbagekøbsprogrammer af egne kapitalandele ikke er omfattet af selvfinansieringsforbuddet.<sup>234</sup> Fusioner er imidlertid ikke nævnt, og dette kunne således tale for, at de *ikke* er undtaget. På samme tid skal man dog være varsom med så drastiske modsætningslutninger.

Det samme slutfacit fsva. debt pushdown kunne også opnås ved at foretage en direkte fusion (modsat efterfølgende fusion), hvorved Target ”opløses uden likvidation ved overdragelse af Targets aktiver og forpligtelser som helhed mod vederlag til det ophørende Targets kapital-ejere.”<sup>235</sup> Om end der ikke her sker en ”erhvervelse af kapitalandele”, er det Erhvervsstyrelsens praksis under henvisning til formålsfortolkningen af SL § 206, at også en direkte fusion er omfattet af selvfinansieringsforbuddet, jf. udtalelsen af 3. marts 2011.<sup>236</sup> Udtalelsen kritiseres af Høgh Thomsen og Kruhl under henvisning til de samme punkter som ovenfor.<sup>237</sup> Idet direkte og efterfølgende fusioner må antages at skulle behandles ens, kan denne kritik under henvisning til ovenstående kritik vedr. efterfølgende fusioner tiltrædes.

Sammenfattende synes Erhvervsstyrelsens hjemmel fsva. fusioner uforunderet, idet dens praksis ikke kan rummes i den formålsfortolkning, der skal anlægges ved selvfinansiering, samtidig med at U 2006.145 H taler for, at også fusioner bør være *lex specialis* ift. selvfinansieringsforbuddet. Den endelige afgørelse henhører som altid under domstolene.

---

<sup>232</sup> Illum og Krog Andersen, ET.2007.4, Steffensen, Bunch mfl., *Transaktioner i selskaber* s. 544 ff., Egholm Hansen mfl., *Køb og salg af virksomheder*, s. 647

<sup>233</sup> Bunch & Whitt, s. 883. Læsere erindres, at Lars Bunch har været kontorchef hos Erhvervsstyrelsen i 15 år.

<sup>234</sup> FT 25-03-2009, Tillæg A, s. 5279

<sup>235</sup> Citeret med sproglige variationer fra udtalelse af 3. marts 2011 i Bunch & Whitt, s. 889 ff.

<sup>236</sup> Bunch & Whitt, s. 889

<sup>237</sup> Høgh Thomsen og Kruhl, NTS 2011:3, s. 65

## 4 Litteraturfortegnelse

### 4.1 Bøger

#### Forkortelse anvendt i fodnoterne

Bernstein mfl., *Private Equity and Industry Performance*

Blume, *Retssystemet og juridisk metode*

Bunch & Whitt

Cooke, *PE*

Egholm Hansen mfl., *Køb og salg af virksomheder*

Engsig Sørensen, *Selskabsstrukturer*

Ferran mfl., *Principles of Corporate Finance Law*

Ferran, *Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe*

Friis Hansen mfl., *Dansk Selskabsret 2*

Gomard, *Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner*

Hale mfl., *PE*

#### Fulde angivelse

Shai Bernstein, Josh Lerner, Morten Sorensen, Per Strömberg (2017) *Private Equity and Industry Performance*. *Management Science* 63(4):1198-1213.  
<https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2404>

Peter Blume, *Retssystemet og juridisk metode*, 3. udg., 2016, Jurist- og Økonomforbundets Forlag

Lars Bunch & Søren Corfixsen Whitt, *Selskabsloven med kommentarer*, 3. udg., 2018, Karnov Group

Darryl J Cooke, *Private Equity: Law and Practice*, sixth edition, Sweet and Maxwell

Johannes Egholm Hansen mfl., *Køb og salg af virksomheder*, 5. udg., 2014, Nyt Juridisk Forlag

Karsten Engsig Sørensen, *Selskabsstrukturer*, 2015, 1. udg., Jurist- og Økonomforbundets Forlag

Eilís Ferran mfl., *Principles of Corporate Finance Law*, second edition, 2014, Oxford University Press

Eilís Ferran, *Regulation of Private Equity-Backed Leveraged Buyout Activity in Europe*, 2007

Søren Friis Hansen mfl., *Dansk Selskabsret 2*, 4. udg., 2014, Karnov Group

Bernard Gomard, *Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner*, 1. udg., 1997, Gradjura, København

Chris Hale mfl., *Private Equity – A Transnational Analysis*, third edition, 2015, Globe Business Publishing Ltd



- Hedegaard Kristensen, *Studier i erhvervsfinansieringsret*, 2003, s. 379
- Iversen mfl., *Panteret*
- Jack S. Levin, *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*
- Kjellegaard Jensen
- Kruhl mfl.
- Griffiths mfl., *International Acquisition Finance*
- Krüger Andersen
- Krüger Andersen, *Studier i dansk koncernret*
- Kure
- Nyboe Andersen og Melander
- Schans Christensen, *Kapitalselskaber*
- Schans Christensen, *Kommentar*
- Skjerbek
- Lars Hedegaard Kristensen, *Studier i erhvervsfinansieringsret*, 1. udg., 2003, Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Bent Iversen mfl., *Panteret*, 5. udg., 2015, Karnov Group
- Jack S. Levin, *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*, 2009 edition, Aspen Publishers
- Nils Kjellegaard Jensen, *Selskabsretlig håndbog*, 2. udg., 2010, Nyt Juridisk Forlag A/S
- Martin Chr. Kruhl og Ole B. Sørensen., *Kapitalejerlån & Selvfinansiering*, 1. udg., 2014, Karnov Group
- Gwendoline Griffiths mfl., *International Acquisition Finance – Law and Practice*, second edition, 2010, Oxford University Press
- Paul Krüger Andersen, *Aktie- og anpartsselskabsret – Kapitalselskaber*, 13. udg., 2017, Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Paul Krüger Andersen, *Studier i dansk koncernret*, 1. udg., 1997, Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Henrik Kure, *Finansieringsret*, 2. udg., 2018, Karnov Group
- Anders Nyboe Andersen og Morten Melander, *Fra Boss til leveraged buyouts*, 1. udg., 2007, Forlaget Thomson A/S
- Jan Schans Christensen, *Kapitalselskaber*, 5. udg., 2017, Karnov Group
- Jan Schans Christensen, *Selskabsloven med kommentarer*, 1. udg., 2012, Karnov Group
- Søren Skjerbek, *Selvfinansieringsforbuddet i selskabsretten*, 1. udg., 2009, Thomson Reuters Professional

Sofsrud, <i>Bestyrelsens beslutning og ansvar</i>	Thorbjørn Sofsrud, <i>Bestyrelsens beslutning og ansvar</i> , 1. udg., 1999, Greens&Jura, Akademisk Forlag
Speechley	Tom Speechley, <i>Acquisition Finance</i> , second edition, 2015, Bloomsbury Professional Ltd 2015
Steffensen, Bunch mfl., <i>Transaktioner i selskaber</i>	Henrik Steffensen, Lars Bunch mfl., <i>Transaktioner i selskaber</i> , 1. udg., 2014, Karnov Group
Stilton, <i>Sale of Shares and Businesses</i>	Andrew Stilton, <i>Sale of Shares and Businesses</i> , fifth edition, 2018, Sweet and Maxwell
Werlauff, <i>Selskabsmasken</i>	Erik Werlauff, <i>Selskabsmasken</i> , 1. udg., 1991, GEC Gads Forlag
Werlauff mfl., <i>Kommentar</i>	Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, <i>Selskabsloven med kommentarer</i> , 2. udg., 2014, Jurist- og Økonomforbundets Forlag

## 4.2 Artikler

Bunch, Lars og Christensen, Jan Schans: U 2011B.1: Selskabets egeninteresse – navnlig set i lyset af selskabslovens generalklausuler

Crittenden, Ann, Reaping the big profits from a fat cat, New York Times artikel, 1983, besøgt den 28. maj 2019: <https://www.nytimes.com/1983/08/07/business/reaping-the-big-profits-from-a-fat-cat.html>

Davie, Alexander J., The Life Cycle of a Private Equity or Venture Capital Fund, 2017, besøgt den 30. maj 2019: <https://www.strictlybusinesslawblog.com/2017/06/29/the-life-cycle-of-a-private-equity-or-venture-capital-fund/>

Hansen, Søren Friis og Sørensen, Karsten Engsig, NTS 2002:3, s. 352-373: Reform af selvfinansieringsforbudet

Illum, Mads og Andersen, Bjørn Krog: ET.2007.4: Akkvisitionsfinansiering

Jensen, Michael C., Eclipse of the Public Corporation, 1989, Harvard Business Review

Kure, Henrik: U 2011B.293: Lovlig selvfinansiering

Kure, Henrik: U 2012B.139: Kautions og sikkerhedsstillelse for koncernselskabers forpligtelser

Lund-Andersen, Jacob: U 2012B.119: Forbindelseskravet ved efterfølgende selvfinansiering

MacArthur, Hugh mfl., Private Equity Returns Still Outperform Public Markets, 2017, besøgt den 30. juni 2019: <https://www.forbes.com/sites/baininsights/2017/03/14/private-equity-returns-still-outperform-public-markets/#1e8898c36553>

Madsen, Jacob Høeg, NTS:2006:3: Selvfinansieringsforbuddets territoriale udstrækning

Schwarzberg, Jonathan mfl., LPC: Private Equity firms put more capital, less debt into LBOs, Reuters artikel, 2016, besøgt den 17. maj 2019: <https://www.reuters.com/article/marketo-equity/lpc-private-equity-firms-put-more-capital-less-debt-into-lbos-idUSL1N1B70MD>

Serup, Michael: RB.2.1996.32: (U)Lovlig anvendelse af et Selskabs Midler

Serup, Michael: U 1996B.72: Grænserne for (u)lovlig anvendelse af et selskabs midler til erhvervelse af aktier i selskabet

Spleth, P.: U 1965B.250: Kommentarer til danske Højesteretsdomme afsagt januar-juni 1965

Thomsen, Søren Høgh & Kruhl, Martin Chr.: NTS 2011:3: Selvfinansiering & fusion

Torp, Kristian: U 2017B.359: Offentligretlige forbudsregler og privatretlige aftalers ugyldighedsvirkning: hvornår er en ulovlig aftale også en ugyldig aftale?

Werlauff, Erik: U 2001B.381: Efterfinansierede aktiekøb – lovlig selvfinansiering gennem udbytte mv.

Werlauff, Erik: U 2006B.365: Selvfinansieringsforbud contra lex specialis

### 4.3 **Domme**

U 1978.414 Ø

U 1990.116 V

U 1997.364 H (Satair)

U 1997.444 H (Konsulentdommen)

U 1999.1429V

U 2000.1013 H

U 2000.2003 H

U 2000.365 H (Thrane-sagen)

U 2006.145 H (Procuritas)

U 2007.2600 H

U 2011.2726/2 H

#### **4.4 Engelske domme**

Mosely v Koffyfontein Mines Ltd [1904] 2 Ch 108

Re VGM Holdings Ltd [1942] Ch 235

Wallersteiner v Moir [1974] 1 WLR 991

Carney v Herbert [1985] BCLC 140

Arab Bank plc v Mercantile Holdings Ltd [1996] Ch 71

AMG Global Nominees (Private Ltd) v SMM Holdings Ltd [2008] EWHC 221 (Ch)

#### **4.5 Andet**

Report of the Company Law Committee (Cmnd 1749, 1962)