

JOHANNUS EGHOLM HANSEN
CHRISTIAN LUNDGREN

Under medvirken af
Michael Nørremark, Bent Kemplar,
Teis Gullitz-Wormslev, Kim Trenskow, Jakob Bernhoft,
Jens Munk Plum, Lars Rosenberg Overby,
Marianne Granhøj, Tina Brøgger Sørensen m.fl.

KØB OG SALG AF VIRKSOMHEDER

6. UDGAVE

Køb og salg af virksomheder

Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren

under medvirken af

Michael Nørremark, Bent Kemplar,
Teis Gullitz-Wormslev, Kim Trenskow, Jakob Bernhoft,
Jens Munk Plum, Lars Rosenberg Overby,
Marianne Granhøj, Tina Brøgger Sørensen m.fl.

Køb og salg af virksomheder



Djøf Forlag
2019

Denne bog er omfattet af lov om ophavsret og må ikke videregives – herunder udlånes, sælges eller kopieres – i digital form.

Indholdet må alene anvendes af licenstagere i henhold til de til enhver tid gældende licensbetingelser.

© Jurist- og Økonomforbundets Forlag

Johannus Egholm Hansen og Christian Lundgren
Køb og salg af virksomheder

6. udgave, 1. oplag

© 2019 by Djøf Forlag

Alle rettigheder forbeholdes.
Mekanisk, elektronisk, fotografisk eller anden gengivelse af
eller kopiering fra denne bog eller dele heraf
er ifølge gældende dansk lov om ophavsret ikke tilladt
uden forlagets skriftlige samtykke eller aftale med Copy-Dan.

Omslag: Marianne Tingkov
Tryk: Clemenstrykkeriet

Printed in Denmark 2019
ISBN: 978-87-4605-0
Ebog ISBN 978-87-7198-362-3

Djøf Forlag A/S
Gothersgade 137
1123 København K

Telefon: 39 13 55 00
e-mail: forlag@djoeff.dk
www.djoeff-forlag.dk

Indholdsoversigt

Afsnit 1.	Introduktion	29
Afsnit 2.	Traditioner og forløb	33
Afsnit 3.	Aktørerne	49
Afsnit 4.	Overdragelsesmåder	67
Afsnit 5.	Alternative overdragelsesformer	105
Afsnit 6.	Salg af virksomheder ved auktion	125
Afsnit 7.	Føreløbige aftaledokumenter	147
Afsnit 8.	Overdragelsesaftaler	165
Afsnit 9.	Ejeraftaler	227
Afsnit 10.	Risikoafdækning	249
Afsnit 11.	Mangler ved virksomhedskøb	281
Afsnit 12.	Skattemæssige aspekter	311
Afsnit 13.	Ansættelsesretlige aspekter	361
Afsnit 14.	Ledelsesmæssige aspekter	401
Afsnit 15.	Miljømæssige aspekter	423
Afsnit 16.	Kapitalmarkedsretlige aspekter	453
Afsnit 17.	Konkurrenceretlige aspekter	537
Afsnit 18.	Overdragelse af insolvente virksomheder	579
Afsnit 20.	Tvistløsning	663
Afsnit 22.	Køb og salg af udenlandske virksomheder	707
Afsnit 23.	Integration af målvirksomheden	717
Ordbog	741

Denne bog er omfattet af lov om ophavsret og må ikke videregives – herunder udlånes, sælges eller kopieres – i digital form.

Indholdet må alene anvendes af licenstagere i henhold til de til enhver tid gældende licensbetingelser.

© Jurist- og Økonomforbundets Forlag

Indholdsfortegnelse

Forord	27
Afsnit 1. Introduktion	29
1.1. Hvad er en virksomhedsoverdragelse?.....	29
1.2. Virksomhedsoverdragelser som særlig disciplin	30
1.3. Fremstillingens afgrænsning	30
Afsnit 2. Traditioner og forløb	33
2.1. Årsager til virksomhedsoverdragelser.....	33
2.2. Normer og traditioner	37
2.3. Forløbet af en virksomhedsoverdragelse	39
2.3.1. Forberedelsesfasen.....	40
2.3.2. Opstartsfasen.....	42
2.3.3. Første forhandlingsfase.....	42
2.3.4. Undersøgelsesfase.....	43
2.3.5. Endelig forhandlingsfase	44
2.3.6. Opfyldelse af betingelser	45
2.3.7. Aftalens opfyldelse	46
2.3.8. Integration af målvirksomheden.....	47
Afsnit 3. Aktørerne	49
3.1. Køber.....	49
3.2. Sælger.....	51
3.3. Rådgivere	53
3.3.1. Advokater.....	53
3.3.1.1. Interne juridiske afdelinger.....	55
3.3.2. Revisorer	56
3.3.3. Investment banker, finansielle rådgivere og virksomhedsmæglere	57
3.3.4. Kommunikationsrådgivere	57
3.3.5. Andre rådgivere	57
3.4. Målvirksomhedens direction og medarbejdere.....	58
3.5. Finansielle aktører.....	60
3.6. Samarbejdspartnere.....	61

Indholdsfortegnelse

3.7.	Offentlige myndigheder.....	62
3.7.1.	Skattemyndighederne	62
3.7.2.	Arbejdsmarkedsrådet	62
3.7.3.	Finanstilsynet/Regulerede markeder	63
3.7.4.	Erhvervsstyrelsen.....	63
3.7.5.	Konkurrencemyndigheder	63
3.7.6.	Fondsmyndigheder	63
3.7.7.	Andre myndigheder	64
Afsnit 4. Overdragelsesmåder		67
4.1.	Årsager til valg af overdragelsesmåde	67
4.2.	Kapitaloverdragelse	69
4.2.1.	Omsættelighedsbegrænsninger og sikringsakt.....	69
4.2.1.1.	Vedtægtsbestemt forkøbsret	70
4.2.1.2.	Samtykkekrav	71
4.2.1.3.	Sikringsakt og legitimation over for det udstedende selskab.....	72
4.2.2.	Formål og navn	74
4.2.3.	Indløsningsret og -pligt.....	76
4.2.4.	Selvfinansiering	78
4.2.5.	Kapitalejerlån (aktionærlån).....	78
4.2.5.1.	Lån til moderselskaber.....	80
4.2.6.	Kapitalforhold; uddeling af selskabets midler	81
4.2.6.1.	Selskabskapitalen.....	81
4.2.6.2.	Kapitalnedsættelse	82
4.2.6.3.	Udlodning	83
4.2.7.	Meddelelse om ejerbesiddelser og reelle ejere	87
4.2.8.	Koncernforhold.....	89
4.2.9.	Grader af kontrol.....	90
4.2.9.1.	Grundlæggende principper	90
4.2.9.2.	Ejer- og stemmeandel 50,01-66,66 pct.	93
4.2.9.3.	Ejer- og stemmeandel 66,67-75 pct.....	93
4.2.9.4.	Ejer- og stemmeandel 75,01-89,99 pct.	93
4.2.9.5.	Ejer- og stemmeandel 90 pct.	93
4.2.9.6.	Ejer- og stemmeandel 90 pct. +.....	94
4.2.9.7.	Minoritetsrettigheder	94
4.2.9.8.	Anbefalinger for god selskabsledelse.....	94
4.2.10.	Forholdet til omverdenen.....	94
4.3.	Substansoverdragelse.....	96
4.3.1.	Kompetente organer.....	96

4.3.2.	Forholdet til omverdenen.....	99
4.3.2.1.	Sikringsakt	99
4.3.2.2.	Gensidigt bebyrdende aftaler.....	99
4.3.2.3.	Personoplysninger; den databeskyttelses-, markedsførings- og forbrugerretlige regulering.....	100
Afsnit 5. Alternative overdragelsesformer.....		105
5.1.	Fusioner.....	105
5.2.	Spaltning og tilførsel af aktiver	108
5.2.1.	Spaltning	108
5.2.2.	Tilførsel af aktiver	109
5.3.	Joint ventures	110
5.4.	Kapitalmarkedsintroduktioner.....	110
5.5.	Private Placements; Venture Capital-Investeringer.....	112
5.6.	Management Buy Outs	114
5.7.	Salg af dele af en virksomhed	114
5.7.1.	Udskillelse af en del af en virksomhed som forberedelse til salg.....	116
5.7.2.	Værdiansættelse	116
5.7.3.	Separation; fremtidig drift af divisionen	118
5.7.3.1.	Separationsaftalen; transition services agreement .	119
5.7.3.2.	IT	120
5.7.3.3.	Medarbejdere	120
5.7.3.4.	Fast ejendom	121
5.7.3.5.	Immaterielle rettigheder	121
5.7.3.6.	Sambeskatning.....	122
5.7.3.7.	Regnskab og bogholderi	122
5.7.3.8.	Placering af aktiver	122
Afsnit 6. Salg af virksomheder ved auktion.....		125
6.1.	Hvad forstås ved en »auktion«?	126
6.2.	Hvornår er auktionsformen attraktiv?	127
6.3.	Lovregler om auktionssalg	129
6.3.1.	Aftaleloven.....	130
6.3.2.	Markedsføringsloven og forretningshemmelighedsloven	131
6.3.3.	Konkurrenceregler	131
6.3.4.	Udbudsregler.....	132
6.3.5.	Prospektkrav; indhold af informationsmemorandum	132

Indholdsfortegnelse

6.4.	Auktionsprocessen	132
6.4.1.	Intern forberedelsesfase	133
6.4.2.	Kontakt til køberemner	134
6.4.3.	Afgivelse af indikative tilbud	136
6.4.4.	Datarumsgennemgang	137
6.4.4.1.	Opbygning af datarum	138
6.4.4.2.	Fortrolighedshensyn	138
6.4.4.3.	Byders adgang til datarummet	140
6.4.4.4.	Q&A-session	140
6.4.4.5.	Yderligere due diligence-undersøgelser	141
6.4.5.	Afgivelse af reviderede tilbud	141
6.4.6.	Realitetsforhandling med udvalgt(e) køberemne(r)	143
6.4.7.	Indgåelse af (betinget) aftale	143
6.5.	Auktionsreglerne	143
6.6.	Fravalgte kandidaters rettigheder	145
Afsnit 7. Foreløbige aftaledokumenter		147
7.1.	Fortrolighedsforpligtelser	149
7.1.1.	Indledning	149
7.1.2.	Lovregler om fortrolighed	150
7.1.3.	Fortrolighedsaftaler	151
7.2.	Eksklusivitetsaftaler (optioner), teaming agreements mv.	155
7.2.1.	Indledning	155
7.2.2.	Eksklusivitets- og optionsaftaler	156
7.2.3.	Teaming agreements/Joint bidding agreements	157
7.3.	Hensigtserklæringer (Letters of intent)	158
7.3.1.	Baggrunden for og indholdet af hensigtserklæringer	158
7.3.2.	Ansvar for overtrædelse af hensigtserklæringer; culpa in contrahendo	160
7.4.	Notater, protokoller og delaftaler	162
7.5.	Rammeaftaler (framework agreements, heads of agreements, term sheets)	163
Afsnit 8. Overdragelsesaftaler		165
8.1.	Indledning	165
8.2.	Forhandlingsoplæg	166
8.3.	Overvejelser i forbindelse med udarbejdelse af overdragelsesaftalen	166

8.4.	Aftalens opbygning og indhold	168
8.4.1.	Aftalens parter.....	169
8.4.2.	Præambel.....	171
8.4.3.	Definitioner	172
8.4.4.	Overdragelsens genstand; overdragelsestidspunktet	172
8.4.4.1.	Kapitaloverdragelser	172
8.4.4.2.	Substansoverdragelser	173
8.4.4.2.1.	Tredjemandsaftaler	175
8.4.4.3.	Overtagelsestidspunktet.....	176
8.4.5.	Undtagne aktiver.....	176
8.4.5.1.	Kapitaloverdragelser.....	176
8.4.5.2.	Substansoverdragelser	177
8.4.6.	Overtagne passiver.....	178
8.4.7.	Refusionsopgørelse.....	179
8.4.8.	Købesummen, regulering, betaling	180
8.4.8.1.	Indledning	180
8.4.8.2.	Værdiansættelse af virksomheder	180
8.4.8.2.1.	Forretningsgrundlaget.....	181
8.4.8.2.2.	Værdiansættelsesmetoder	182
8.4.8.2.3.	Købers forhold; synergier.....	185
8.4.8.3.	Grundlæggende forhold vedrørende købesumsbestemmelsen	186
8.4.8.3.1.	Vederlagsform	187
8.4.8.3.2.	Valuta	187
8.4.8.3.3.	Betalingssted.....	188
8.4.8.3.4.	Betalingstid	188
8.4.8.3.5.	Købesummens sammensætning og fordeling	189
8.4.8.4.	Købesummens beregning; reguleringsmekanismer.....	189
8.4.8.4.1.	Egenkapitalregulering.....	191
8.4.8.4.2.	Closing regnskaber/accounts og locked box- reguleringer	192
8.4.8.4.2.1.	Lækagebestemmelse (»leakages«)	196
8.4.8.4.2.2.	Indfrielse af sælgers/målvirksomhedens gæld	197
8.4.8.4.3.	Resultatafhængig købesum (»earn-out«)	197
8.4.8.5.	Twister om købesumreguleringer.....	200
8.4.9.	Målvirksomhedens medarbejdere	200
8.4.10.	Opfyldelse (closing/completion)	201
8.4.10.1.	Forberedelse af opfyldelse/closing.....	202

Indholdsfortegnelse

8.4.11.	Købers undersøgelser	203
8.4.12.	Sælgers garantier, erklæringer og indeståelser	203
8.4.12.1.	Adkomst og konfliktende aftaler	204
8.4.12.2.	Selskabsforhold og forhold til offentlige myndigheder	205
8.4.12.3.	Garantier, igangværende arbejder mv.	205
8.4.12.4.	Årsrapporter (regnskaber) og budgetter	206
8.4.12.5.	Retssager, myndighedssager mv.	207
8.4.12.6.	Pant, kaution mv.	207
8.4.12.7.	Medarbejdere	208
8.4.12.8.	Produkter, driftsmidler mv.	208
8.4.12.9.	Udestående fordringer	209
8.4.12.10.	Forsikringer	209
8.4.12.11.	Fast ejendom	209
8.4.12.12.	Miljø	210
8.4.12.13.	IT-systemer	210
8.4.12.14.	Gensidigt bebyrdende aftaler	211
8.4.12.15.	Konkurrenceret	211
8.4.12.16.	Immaterielle rettigheder	211
8.4.12.17.	Samhandel med nærtstående	212
8.4.12.18.	Skat	212
8.4.12.19.	Samtykker	213
8.4.12.20.	Finansielle kontrakter	213
8.4.12.21.	Overholdelse af lovgivning mv.	214
8.4.12.22.	Andet	214
8.4.13.	Købers garantier og erklæringer	215
8.4.14.	»Covenants«; fremadrettede forpligtelser	215
8.4.14.1.	Konkurrenceklausul	217
8.4.15.	Skadesløsholdelse	217
8.4.15.1.	Reduktion af købesummen	218
8.4.15.2.	Hvordan opgøres et »tab«?	218
8.4.15.3.	Hvordan gøres krav gældende?	219
8.4.15.4.	Førelse af sager mod tredjeparter	220
8.4.15.5.	Beløbsgrænser for skadesløsholdelse	221
8.4.15.6.	Udelukkelse af misligholdelsesbeføjelser	222
8.4.16.	Betingelser	222
8.4.17.	Øvrige bestemmelser	224
8.4.18.	Twister	226

Afsnit 9. Ejerftaler	227
9.1. Ejerftalers formål, genstand og metode.....	228
9.1.1. Forvaltningsmæssige beføjelser	228
9.1.2. Økonomiske beføjelser	229
9.1.3. Dispositionsbeføjelser.....	231
9.1.3.1. Forbud mod salg	231
9.1.3.2. Forkøbs- og tilbudsret mv.....	231
9.1.3.2.1. Forkøbsret	232
9.1.3.2.2. Tilbudsret	234
9.1.3.3. Medsalgsret/-pligt	235
9.1.3.4. Optioner	236
9.2. Andre punkter i ejerftaler.....	237
9.3. 50/50-ejede selskaber	242
9.3.1. Magtbalancen.....	242
9.3.1.1. Bestyrelsen	243
9.3.1.2. Direktionen	244
9.3.2. Salgsret/-pligt.....	245
9.3.3. Konklusion.....	246
9.4. Ejerftaler ved venture capital-investeringer	246
 Afsnit 10. Risikoafdækning	 249
10.1. Indledning	249
10.2. Risikotyper ved virksomhedsoverdragelser	251
10.2.1. Virksomheds-, branche- og markedsrelaterede risici	251
10.2.2. Økonomisk kvantificerbare vs. ikke-økonomisk kvantificerbare risici	251
10.3. Overdragelsesformen.....	253
10.4. Due diligence-undersøgelser	254
10.4.1. Begreb og formål	254
10.4.2. Områder for undersøgelse	256
10.4.2.1. Juridisk due diligence-undersøgelse.....	257
10.4.2.2. Regnskabs- og revisionsmæssig/finansiell due diligence-undersøgelse	259
10.4.3. Fuld eller begrænset due diligence-undersøgelse ..	260
10.4.4. Aftalemæssige konsekvenser af due diligence-undersøgelse.....	261
10.4.4.1. Betydning for en betinget aftale eller en hensigtserklæring mv.....	261
10.4.4.2. Betydning for sælgers garantier og erklæringer....	261

Indholdsfortegnelse

10.4.4.3.	Legale konsekvenser af undersøgelsen	263
10.4.5.	Planlægning af undersøgelsen	263
10.4.6.	Rapportering	264
10.4.7.	Fordele og ulemper ved due diligence-undersøgelser	265
10.4.8.	Beskyttelse af personoplysninger	267
10.5.	Betingelser, garantier, erklæringer og indeståelser	270
10.6.	Resultatafhængig/deponeret købesum	274
10.6.1.	Debitorrisiko på sælger	274
10.6.2.	Earn-out	275
10.7.	Forsikringer	275
10.8.	Alternative risikoafdækningsmetoder	279
10.8.1.	Legal Opinion	279
10.8.2.	Ledelseserklæring	279
Afsnit 11. Mangler ved virksomhedskøb		281
11.1.	Mangelsbegrebet ved virksomhedsoverdragelser	281
11.2.	Finder købeloven anvendelse på virksomhedsoverdragelser? ...	283
11.2.1.	Overdragelsens genstand – enheds- eller flerhedsbetragtning	283
11.2.2.	Køberetlig karakteristik af virksomhedsoverdragelser	288
11.2.3.	Tidspunktet for mangelsbedømmelsen	288
11.2.4.	Købelovens misligholdelsesbeføjelser	289
11.2.4.1.	Ophævelse	292
11.2.4.2.	Forholdsmæssigt afslag	296
11.2.4.3.	Erstatning	298
11.3.	Købers undersøgelsesret og -pligt samt reklamation	300
11.3.1.	Købelovens regler om undersøgelsespligt mv.	300
11.3.2.	Faktisk undersøgelsespligt	304
11.3.3.	Forholdet mellem købers undersøgelser, sælgers oplysningspligt og sælgers garantier	306
11.4.	Aftalte misligholdelsesbeføjelser	308
11.5.	CISG	309
Afsnit 12. Skattemæssige aspekter		311
12.1.	Det skatteretligt relevante aktiv	311
12.2.	Det skattemæssige afståelsestidspunkt – retserhvervelsestidspunktet	313
12.3.	Skatteretlig korrektion	315

12.3.1.	Skattemæssig værdiansættelse ved aftale mellem uafhængige parter	315
12.3.2.	Skattemæssig værdiansættelse ved aftale mellem nærstående parter	316
12.3.3.	Skattemæssig omkvalifikation	317
12.4.	Skattemæssige risici.....	318
12.5.	Beskatning af løbende ydelser som vederlag ved virksomhedsoverdragelse	322
12.6.	Sambeskatning	325
12.6.1.	National sambeskatning.....	326
12.6.2.	International sambeskatning.....	326
12.7.	Overdragelse af kapitalandele	327
12.7.1.	Beskatning af sælger.....	329
12.7.2.	Beskatning af køber	331
12.8.	Overdragelse af aktiver.....	331
12.8.1.	Beskatning af sælger.....	332
12.8.1.1.	Fast ejendom – ejendomsavancebeskatning	333
12.8.1.2.	Fast ejendom – beskatning af genvundne afskrivninger	333
12.8.1.3.	Afståelse af lejemål – avancebeskatning.....	334
12.8.1.4.	Afståelse af lejemål – genvundne afskrivninger....	334
12.8.1.5.	Goodwill og andre immaterielle aktiver	335
12.8.1.6.	Maskiner, inventar og driftsmidler.....	335
12.8.1.6.1.	Driftsmidler, der udelukkende anvendes erhvervsmæssigt.....	335
12.8.1.6.2.	Straksafskrivninger	336
12.8.1.7.	Varelager.....	337
12.8.1.8.	Fordringer, gæld og finansielle kontrakter.....	337
12.8.2.	Beskatning af køber	338
12.8.2.1.	Fast ejendom	339
12.8.2.2.	Afskrivning på vederlag for erhvervelse af lejemål mv.....	340
12.8.2.3.	Goodwill samt andre immaterielle aktiver.....	340
12.8.2.4.	Maskiner, inventar og driftsmidler.....	340
12.8.2.4.1.	Driftsmidler, der udelukkende anvendes erhvervsmæssigt.....	340
12.8.2.4.2.	Straksafskrivninger	341
12.9.	Skattemæssige underskud.....	341
12.10.	Beskatning af udbytte	343
12.11.	Moms af overdragessummen	346

Indholdsfortegnelse

12.11.1.	Moms ved substansoverdragelse.....	346
12.11.2.	Momsreguleringsforpligtelse.....	347
12.12.	Tinglysnings- og registreringsafgift	348
12.13.	Beskatning ved fusion og spaltning af selskaber, ved tilførsel af aktiver og ved ombytning af aktier	348
12.13.1.	Skattepligtige transaktioner	349
12.13.1.1.	Skattepligtig fusion.....	350
12.13.1.2.	Skattepligtig spaltning	351
12.13.1.3.	Skattepligtig tilførsel af aktiver	351
12.13.1.4.	Skattepligtig aktieombytning.....	352
12.13.2.	Skattefrie transaktioner.....	353
12.13.2.1.	Skattefri fusion.....	354
12.13.2.2.	Skattefri spaltning	356
12.13.2.3.	Skattefri tilførsel af aktiver.....	359
12.13.2.4.	Skattefri aktieombytning	360
Afsnit 13.	Ansættelsesretlige aspekter	361
13.1.	Ansættelsesretlig due diligence-undersøgelse	361
13.2.	Virksomhedsoverdragelsesloven.....	364
13.2.1.	Lovens anvendelsesområde.....	364
13.2.2.	Lovens beskyttelseskreds	366
13.2.3.	Medarbejdernes rettigheder ved virksomhedsoverdragelse og hæftelse for medarbejderforpligtelser.....	366
13.2.4.	Frasigelse af kollektive overenskomster	367
13.2.5.	Orientering af medarbejderne om virksomhedsoverdragelsen	368
13.2.6.	Opsigelse på grund af virksomhedsoverdragelse... ..	370
13.3.	Det ansættelsesretlige retsgrundlag.....	372
13.3.1.	Lønmodtagerbegrebet.....	372
13.3.2.	Ansættelsesbevisloven.....	373
13.3.3.	Funktionærloven	374
13.3.3.1.	Opsigelse af funktionærer.....	375
13.3.3.1.1.	Opsigelsesvarsel.....	375
13.3.3.1.2.	Lovbestemt fratrædelsesgodtgørelse og godtgørelse for usaglig opsigelse	376
13.3.3.1.3.	Forholdsmæssig andel af variabel løn og fastholdelsesbonus	376
13.3.4.	Kollektive overenskomster	378

13.3.5.	Medarbejdere, der nyder særlig beskyttelse mod opsigelse.....	379
13.3.6.	Aktiebaseret aflønning.....	379
13.3.6.1.	Aktieoptionsloven.....	380
13.3.7.	Den finansielle sektor og børsnoterede målvirksomheder	381
13.4.	Ansættelsesklausuler	382
13.4.1.	Konkurrenceklausuler.....	384
13.4.1.1.	Konkurrenceklausuler indgået den 1. januar 2016 eller senere	384
13.4.1.2.	Konkurrenceklausuler indgået før den 1. januar 2016.....	386
13.4.2.	Kundeklausuler	386
13.4.2.1.	Kundeklausuler indgået den 1. januar 2016 eller senere.....	386
13.4.2.2.	Kundeklausuler indgået før den 1. januar 2016	388
13.4.3.	Kombinerede konkurrence- og kundeklausuler	388
13.4.4.	Jobklausuler	389
13.4.4.1.	Jobklausuler aftalt ved virksomhedsoverdragelse .	390
13.5.	Ferie og andre særlige fridage	391
13.5.1.	Ferieloven	391
13.5.1.1.	Ferieloven indtil 31. august 2020	392
13.5.1.2.	Ferieloven pr. 1. september 2020	393
13.5.1.3.	Overgangsordningen og særlige fokusområder ved virksomhedsoverdragelser	394
13.5.2.	Særlige fridage mv.....	395
13.6.	Arbejds miljø	396
13.7.	Behandling af oplysninger om medarbejdere	398
14.	Ledelsesmæssige aspekter	401
14.1.	Ledelsesorganer og kompetence	401
14.1.1.	Virksomhedsformen	401
14.1.1.1.	Generalforsamlingen ctr. bestyrelsen	402
14.1.1.2.	Bestyrelsen ctr. direktionen	404
14.1.1.3.	Anbefalinger for god selskabsledelse.....	405
14.1.2.	Faktiske kompetenceforhold anvendt på virksomhedsoverdragelser	406
14.2.	Ledelsens rolle i virksomhedsoverdragelser; bonusaftaler.....	407
14.2.1.	Bonusaftaler for direktion og ledende medarbejdere.....	409

Indholdsfortegnelse

14.2.1.1.	Noterede selskaber; selskabslovens 139, takeover-bekendtgørelsens § 19, mv.....	411
14.3.	Aktiebaseret aflønning af ledende medarbejdere.....	412
14.3.1.	Optioner	414
14.3.2.	Warrants	414
14.3.3.	Ligningslovens § 28.....	415
14.3.3.1.	Betingelser	415
14.3.3.2.	Beskatning af medarbejderen	416
14.3.3.3.	Selskabets fradragsret	416
14.3.4.	Ligningslovens § 7 P	417
14.3.5.	Fantomaktier	417
14.3.6.	Due diligence-undersøgelse vedrørende aktiebaseret aflønning	418
14.3.7.	Oplysningsforpligtelser vedrørende incitamentsordninger for noterede selskaber	419
14.3.7.1.	Offentliggørelse af incitamentsprogrammer	419
14.3.7.2.	Flagningsregler	419
14.4.	Salg af virksomheder med medarbejderaktionærer	420
Afsnit 15. Miljømæssige aspekter		423
15.1.	Miljømæssig due diligence-undersøgelse	424
15.1.1.	Undersøgelsesområder ved miljømæssig due diligence- undersøgelse	424
15.1.2.	Praktisk gennemførelse af miljømæssig due diligence- undersøgelse	427
15.1.3.	Risici ved miljømæssig due diligence-undersøgelse.....	428
15.1.4.	Afdækning af miljømæssige risici.....	429
15.2.	Planloven mv.	431
15.2.1.	Landsplanlægning.....	432
15.2.2.	Kommuneplanlægning	432
15.2.3.	Lokalplanlægning	434
15.2.4.	Sektorplanlægning	435
15.3.	Miljølovgivningen	435
15.3.1.	Miljøbeskyttelsesloven	436
15.3.1.1.	Lovens formål og anvendelsesområde	436
15.3.1.2.	Regulering af forurenende virksomhed.....	438
15.3.1.2.1.	Listevirksomhed.....	438
15.3.1.2.2.	Anden virksomhed end listevirksomhed.....	441
15.3.1.3.	Miljøbeskyttelseslovens ansvarsregler.....	441

15.3.2.	Lov om undersøgelse, forebyggelse og afhjælpning af miljøskader (miljøskadeloven)	442
15.3.3.	Lov om erstatning for miljøskader (miljøskadeerstatningsloven).....	445
15.3.4.	Jordforureningsloven	446
15.3.4.1.	Forureningskortlægning mv.	446
15.3.4.2.	Ansvar for jordforurening.....	447
15.3.4.2.1.	Undersøgelsespåbud	448
15.3.4.2.2.	Oprensningpåbud	448
15.3.4.2.3.	Tålepåbud og foranstaltninger på fremmed ejendom.....	450
15.4.	Ansvarssuccession	450
Afsnit 16. Kapitalmarkedsretlige aspekter		453
16.1.	Regelsættet.....	453
16.1.1.	Selskabslovens særregler om noterede selskaber ..	454
16.1.2.	Kapitalmarkedsloven og markedsmisbrugsforordningen.....	456
16.2.	Optagelse af aktier til handel og notering	457
16.2.1.	Krav til optagelse af aktier til handel og notering..	457
16.2.2.	Prospekt.....	459
16.2.3.	Underwriting agreement	461
16.3.	Afnotering	461
16.3.1.	Anmodning om sletning fra handelen	461
16.3.2.	Afnotering besluttet af operatøren af markedet	462
16.4.	Oplysningsforpligtelser	463
16.4.1.	Grundreglen i MAR.....	463
16.4.1.1.	Intern viden	464
16.4.1.1.1.	Specifitetskravet.....	465
16.4.1.1.2.	Kurspåvirkningskravet.....	467
16.4.1.1.3.	Ikke-offentliggørelseskravet.....	468
16.4.1.1.4.	Konsekvenser af konstatering af eksistensen af intern viden	468
16.4.1.2.	Offentliggørelsestidspunkt og -måde	469
16.4.1.3.	Udsættelsesadgang.....	470
16.4.1.3.1.	Legitime interesser.....	470
16.4.1.3.2.	Vildledning	471
16.4.1.3.3.	Fortrolighed.....	472
16.4.1.3.4.	Udsættelsesmemo	473
16.4.1.3.5.	Sammenfatning	474

Indholdsfortegnelse

16.4.1.4.	Forhåndsorientering til Nasdaq	475
16.4.1.5.	Offentliggørelsesret	475
16.4.2.	Andre oplysningsforpligtelser for noterede selskaber.....	476
16.4.2.1.	Oplysningsforpligtelser i henhold til kapitalmarkedsloven	476
16.4.2.2.	Oplysningsforpligtelser i henhold til Nasdaqs Udstederregler.....	477
16.4.3.	Oplysning om aktiebesiddelser	477
16.4.4.	Insiderlister.....	478
16.5.	Overtagelsestilbud	479
16.5.1.	Introduktion.....	479
16.5.2.	Hvilke selskaber?.....	480
16.5.3.	Pligtmæssige overtagelsestilbud.....	480
16.5.3.1.	Baggrund for regler om pligtmæssige overtagelsestilbud	480
16.5.3.2.	Hvilke transaktioner udløser tilbudspligt?	481
16.5.3.2.1.	Hovedreglen – aktieerhvervelser	481
16.5.3.2.2.	Undtagelser fra tilbudspligten	482
16.5.3.2.3.	Transaktioner, der ikke udløser tilbudspligt.....	484
16.5.3.2.4.	Indirekte erhvervelser	486
16.5.3.3.	Flere parter handler i forståelse med hinanden	486
16.5.3.4.	Hvad forstås ved »kontrol«?.....	489
16.5.3.5.	Tilbuddet	490
16.5.3.5.1.	Prisen.....	491
16.5.3.5.2.	Vederlaget	493
16.5.4.	Frivillige overtagelsestilbud	494
16.5.4.1.	Indledning	494
16.5.4.2.	Grundlæggende regler for frivillige overtagelsestilbud	495
16.5.4.3.	Betingelser i frivillige overtagelsestilbud	495
16.5.5.	Meddelelsespligter og tilbudsdokument	498
16.5.5.1.	Kontakt til Nasdaq	498
16.5.5.2.	Offentliggørelse af beslutning om fremsættelse af overtagelsestilbud	498
16.5.5.3.	Tilbudsdokument	500
16.5.5.4.	Meddelelse om resultatet af tilbuddet	504
16.5.6.	Tilbudsperioden	504
16.5.7.	Konkurrerende eller ændrede tilbud.....	505
16.5.7.1.	Konkurrerende tilbud.....	505

16.5.7.2.	Ændring af et tilbud	505
16.5.7.3.	Nyt tilbud	506
16.5.8.	Aftaler med aktionærer; opkøb af aktier under og efter tilbudsperiodens udløb	506
16.5.9.	Dispensationsbestemmelser.....	507
16.5.10.	Behandling af og imødegåelse af overtagelsestilbud	508
16.5.10.1.	Hvilke interesser skal og må ledelsen varetage?....	508
16.5.10.2.	Forsvar mod overtagelsesforsøg.....	511
16.5.10.3.	Suspension af overtagelsesværn.....	512
16.5.10.4.	Bestyrelsens handlemuligheder	514
16.5.10.5.	Involvering af aktionærene	517
16.5.10.6.	Initial reaktion på henvendelser.....	517
16.5.10.7.	Realitetsbehandling af henvendelser	521
16.5.10.7.1.	Eksklusivitetsaftale	521
16.5.10.7.2.	Fortroligheds- og stand-still aftale.....	522
16.5.10.7.3.	Announcement agreement	522
16.5.10.8.	Bestyrelsens redegørelse.....	523
16.5.10.8.1.	Generelle bemærkninger om indholdet af redegørelsen	523
16.5.10.8.2.	Overvejelser i forbindelse med bestyrelsens redegørelse	524
16.5.10.8.3.	Offentliggørelse af redegørelsen	526
16.5.10.8.4.	Supplerende redegørelse.....	526
16.5.10.8.5.	Konkurrerende tilbud.....	526
16.5.10.9.	Bestyrelsens ansvar.....	527
16.5.10.10.	Forberedelse af overtagelsesforsøg	528
16.5.11.	Gennemsigtighed; oplysninger i årsrapporten	529
16.6.	Insiderhandel og videregivelse af intern viden	529
16.6.1.	Forbud mod insiderhandel	530
16.6.2.	Forbud mod videregivelse	531
16.6.3.	Adgang til at foretage due diligenceundersøgelser i børsnoterede virksomheder.....	534
16.6.3.1.	Forholdet til oplysningsforpligtelserne	534
16.6.3.2.	Forholdet til insiderreglerne; disclosuremeddelelse	534
16.6.3.3.	Omfang og tilrettelæggelse af due diligenceundersøgelser	535

Afsnit 17. Konkurrenceretlige aspekter	537
17.1. Hvorfor fusionskontrol?	538
17.2. Det relevante marked.....	539
17.2.1. Baggrund for afgrænsningen af det relevante marked.....	539
17.2.2. Opdeling i produkt- og geografisk marked	541
17.3. EU's fusionskontrolregler	541
17.4. Omsætningstærskler	542
17.5. Fusionsbegrebet	544
17.5.1. Egentlige og uegentlige fusioner	545
17.5.2. Virksomhedsovertagelser (kontrol erhvervelser)....	545
17.5.2.1. Enekontrol.....	546
17.5.2.2. Fælles kontrol.....	547
17.5.3. Selvstændigt fungerende joint ventures	548
17.5.4. Ændring i kontrolforholdene	549
17.6. Procedure	550
17.6.1. Den EU-retlige procedure.....	550
17.6.1.1. Forenklet procedure	553
17.6.2. Den danske procedure	554
17.7. Materiel vurdering af transaktioner.....	555
17.7.1. Grundlæggende elementer i den materielle vurdering af fusioner.....	555
17.7.2. Horisontale fusioner.....	556
17.7.2.1. Ensidede virkninger.....	557
17.7.2.2. Koordinerede virkninger.....	557
17.7.3. Vertikale fusioner/integrationer.....	559
17.7.3.1. Afskærmning	559
17.7.3.1.1. Inputafskærmning	560
17.7.3.1.2. Kundeafskærmning.....	561
17.7.4. Økonomiske analyser i fusionssager.....	562
17.8. Vilkår, påbud og tilsagn.....	563
17.9. Henvisningsreglerne	566
17.10. Accessoriske begrænsninger	568
17.10.1. Konkurrenceklausuler.....	569
17.10.2. Øvrige accessoriske begrænsninger	571
17.11. Håndtering af konkurrencereglerne i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.....	571
17.11.1. Konkurrenceretsarbejdsgruppe og kontakt til myndigheder	571
17.11.2. Informationsudveksling.....	572

17.11.3.	Risikoafdækning af konkurrenceretsovertrædelser.....	573
17.11.4.	Parternes aftale om opnåelse af konkurrencemyndighedernes godkendelse	575
17.11.5.	Informationspligt	576
17.12.	Succession i ansvar for overtrædelse af konkurrencelovgivningen	577
 Afsnit 18. Overdragelse af insolvente virksomheder		579
18.1.	Selskabslovens regler om kapitaltab	580
18.2.	Konkurslovens regler om insolvens	581
18.2.1.	Ledelsens forpligtelser ved virksomhedens insolvens.....	582
18.3.	Rekonstruktionsmodeller.....	583
18.3.1.	Rekapitalisering af eksisterende virksomhed.....	584
18.3.2.	Substansoverdragelser	586
18.3.2.1.	Virksomhedspant og betydningen for en substansoverdragelse	587
18.3.2.2.	Indholdet af overdragelsesaftalen.....	589
18.3.2.3.	Substansoverdragelse til søsterselskab eller datterselskab (»Fugl Phønix-modellen«)	592
18.4.	Rekonstruktion efter konkurslovens regler	594
18.4.1.	Anmeldt rekonstruktion – reglerne i hovedtræk	594
18.4.2.	Særlige overvejelser forud for begæring om rekonstruktionsbehandling	595
18.4.3.	Indledning af rekonstruktionsbehandling.....	598
18.4.4.	Virksomhedsoverdragelse under anmeldt rekonstruktionsbehandling	601
18.4.5.	Udfordringer med rekonstruktionsreglerne.....	603
18.5.	Virksomhedsoverdragelse under konkursbehandling.....	606
18.6.	Virksomhedsoverdragelse ved en udenretlig rekonstruktion	607
18.7.	Særlige forhold for køber	610
18.7.1.	Sælgers garantier og erklæringer.....	610
18.7.2.	Sammenbrud af den insolvente virksomheds organisation.....	611
18.8.	Særlige forhold vedrørende medarbejdere	611
18.8.1.	Forhold mellem sælger og køber.....	613
18.8.2.	Overtagne forpligtelser ved overdragelse fra et selskab i rekonstruktion	614

18.8.3.	Overtagne forpligtelser ved overdragelse fra et konkursbo.....	615
18.4.4.	Tilpasning af virksomhedens medarbejderstab..	617
Afsnit 19. Finansiering af virksomhedskøb		621
19.1.	Finansieringskilder	623
19.2.	De finansielle aktører.....	623
19.3.	Finansiering med egenkapital.....	625
19.4.	Fremmedfinansiering.....	626
19.4.1.	Typer af fremmedfinansiering.....	626
19.4.1.1.	Seniorlån	626
19.4.1.2.	Mezzaninfinansiering	627
19.4.1.3.	Sælgerfinansiering	629
19.4.1.4.	Ansvarlige- og subordinerede lån.....	629
19.4.1.5.	Virksomhedsobligationer	631
19.4.1.6.	Konvertible obligationer og andre særlige instrumenter	631
19.4.1.6.1.	Konvertible obligationer.....	631
19.4.1.6.2.	Udbyttegivende gældsbreve	632
19.4.2.	Sikkerhedsstillelse	633
19.4.2.1.	Pantsætning af kapitalandele i målselskabet.....	633
19.4.2.2.	Fast ejendom	635
19.4.2.3.	Løsøre.....	635
19.4.2.4.	Virksomhedspant, fordringspant og ikke-pantsætningserklæringer.....	636
19.4.2.5.	Fordringer, herunder koncerninterne mellemregninger mv.	637
19.4.2.6.	Rettigheder i henhold til overdragelsesaftalen.....	638
19.4.2.7.	Rettigheder i henhold til forsikringer	639
19.4.3.	Rente og gebyrer.....	639
19.4.4.	Forpligtelser (covenants)	641
19.4.4.1.	Informationsforpligtelser	641
19.4.4.2.	Positive forpligtelser/affirmative covenants	642
19.4.4.3.	Negative forpligtelser/restrictive covenants.....	642
19.4.4.4.	Finansielle covenants.....	642
19.4.5.	Misligholdelse.....	643
19.4.6.	Timing, closing og certain funds.....	644
19.4.7.	Interkreditorforhold	646
19.4.8.	Selvfinansiering	647
19.4.8.1.	Selskabslovens forbud mod selvfinansiering.....	647

19.4.8.2.	Udbyttebetaling, debt push down mv.....	649
19.4.8.3.	Selskabslovens mulighed for deltagelse i selvfinansiering.....	651
19.4.9.	Risikoafdækning af finansielle risici.....	653
19.4.9.1.	Due diligence-undersøgelse.....	653
19.4.9.2.	Hedging.....	653
19.4.10.	Garantibegrænsninger.....	654
19.5.	Fradrag for finansieringsudgifter.....	656
19.5.1.	Tynd kapitalisering mv. og virksomhedskøb.....	658
19.5.1.1.	Reduktion af rentefradrag som følge af tynd kapitalisering.....	658
19.5.1.2.	Reduktion af rentefradrag som følge af renteloft...	660
19.5.1.3.	Reduktion af rentefradrag i henhold til EBITDA- reglen.....	661
Afsnit 20. Tvistløsning.....		663
20.1.	Retlig eller udenretlig tvistløsning.....	663
20.2.	Mediation (konfliktmægling).....	664
20.3.	Valget mellem domstolene og voldgift.....	668
20.3.1.	Tvistløsning ved domstolene.....	672
20.3.1.1.	Grundlæggende principper.....	672
20.3.1.2.	Kompetence.....	674
20.3.1.3.	Retsmægling.....	675
20.3.2.	Tvistløsning ved voldgift.....	676
20.3.2.1.	Indledning.....	676
20.3.2.2.	Voldgiftsloven.....	676
20.3.2.3.	Voldgiftsaftalen.....	678
20.3.2.4.	Voldgiftsrettens sagsbehandling.....	679
20.4.	Værnetingsreglerne.....	680
20.4.1.	Retsplejelovens regler.....	681
20.4.2.	Domsforordningen, Lugano-konventionen og New York-konventionen.....	682
20.4.2.1.	Værneting ifølge domsforordningen.....	685
20.4.2.2.	Værneting ifølge Lugano-konventionen.....	686
20.5.	Lovvalg.....	687
20.5.1.	Haag-konventionen.....	687
20.5.2.	Kontraktkonventionen og Rom I-forordningen.....	688
20.6.	Anerkendelse og fuldbyrdelse af retsafgørelser.....	692