

# KØB OG SALG AF VIRKSOMHEDER

---

EN HÅNDBOG

Karsten Gianelli, David Sander Hjortsø,  
Thomas Hjortkjær Petersen, Nikolaj Salling og  
Jannik Ettrup Zeuthen

Karsten Gianelli, David Sander Hjortsø,  
Thomas Hjortkjær Petersen, Nikolaj Salling  
og Jannik Ettrup Zeuthen  
*Køb og salg af virksomheder – en håndbog*  
1. udgave, 1. oplag  
© Karnov Group Denmark A/S, København 2016

ISBN 978-87-619-3831-2

Omslag: Torben Lundsted, Korsør  
Sats og tryk: AKAPRINT a/s, Aarhus

Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse  
af denne bog eller dele af den er ikke tilladt  
ifølge gældende dansk lov om ophavsret.  
Alle rettigheder forbeholdes.

# Indholdsfortegnelse

<b>Forord</b> .....	5
<b>1 Indledning</b> .....	17
1.1 Termer .....	18
<b>2 Forløbet omkring køb og salg af virksomheder</b> .....	21
2.1 At indgå i en virksomhedshandel .....	22
2.2 Eksterne rådgivere .....	23
2.3 Kontakt .....	24
2.3.1 At tage kontakt .....	25
2.3.2 Hvad hvis det alligevel bliver offentliggjort? .....	26
2.3.3 Indledningsvise drøftelser .....	27
2.3.4 Auktionsprocesser .....	27
2.4 Parternes forhandlingssituation .....	28
2.5 Indledende juridiske aftaler og dokumenter .....	29
2.5.1 Tavshedserklæring .....	29
2.6 Værdiansættelse (værdiindikation) .....	30
2.7 Hensigtserklæring ( <i>Letter of Intent</i> ) .....	30
2.8 Materiale, der bør indhentes eller udleveres .....	31
2.9 Due Diligence-undersøgelsen .....	33
2.9.1 Due Diligence og rådgivere .....	34
2.9.2 Due Diligence gennemgang .....	35
2.9.2.1 Kommerciel Due Diligence .....	35
2.9.2.2 Operationel Due Diligence .....	35
2.9.2.3 Finansiell Due Diligence .....	36
2.9.2.4 Juridisk Due Diligence .....	37
2.9.2.5 Skattemæssig Due Diligence .....	38
2.9.2.6 Moms- og afgiftsmæssig Due Diligence .....	38
2.9.2.7 HR Due Diligence .....	38
2.9.3 Vendor Due Diligence .....	39
2.9.4 Konklusion på Due Diligence .....	39
2.10 Afsluttende forhandlinger og købsaftalen .....	40
2.10.1 Overdragelsesmodeller .....	40
2.10.2 Finansieringsmodeller .....	41

Indholdsfortegnelse

<b>3</b>	<b>Strategiske overvejelser</b> . . . . .	43
3.1	Analyse af styrker, svagheder, muligheder og trusler (SWOT) . . . .	44
3.2	Overvejelser om vækstpotentialet . . . . .	46
3.3	Analyse af konkurrencesituationen . . . . .	48
3.3.1	Truslen fra nye konkurrenter . . . . .	49
3.3.2	Kundernes forhandlingsstyrke . . . . .	49
3.3.3	Leverandørernes forhandlingsstyrke . . . . .	50
3.3.4	Truslen fra substituerende produkter . . . . .	50
3.3.5	Truslen fra eksisterende konkurrenter . . . . .	50
3.3.6	Opsamling og konklusion på Porters Five Forces . . . . .	51
3.4	Integration i værdikæden og i branchen . . . . .	52
3.5	Sælgers prisfastsættelse af egen virksomhed . . . . .	54
<b>4</b>	<b>Indledende undersøgelser</b> . . . . .	55
4.1	Grovsøgning . . . . .	55
4.2	Gennemgang af kandidater . . . . .	57
4.2.1	Den strategiske analyse . . . . .	58
4.2.2	Procesanalysen . . . . .	60
4.2.2.1	Hvem er det beslutningsdygtige organ hos sælger/køber? . . . . .	61
4.2.2.2	Risici i forbindelse med overtagelsen . . . . .	62
4.2.2.2.1	Offentlig tilgængelig information . . . . .	63
4.2.2.2.2	Igangværende rets- eller myndighedssager . . . . .	63
4.2.2.2.3	Juridiske risici i egne aftaler . . . . .	64
4.2.2.3	Overvejelser vedrørende Change of Control . . . . .	65
4.2.2.3.1	Change of Control klausuler i Targets lån . . . . .	65
4.2.2.3.2	Væsentlige kunder/leverandører . . . . .	66
4.2.2.4	Konkurrenceretlige overvejelser . . . . .	67
4.2.2.4.1	Hvornår er fusionskontrol relevant? . . . . .	67
4.2.2.4.2	Godkendelse af købet . . . . .	69
4.2.2.5	Finansiering . . . . .	71
4.2.2.5.1	Bankfinansiering . . . . .	71
4.2.2.5.1.1	Kassekredit . . . . .	72
4.2.2.5.1.2	Den revolverende og stående kredit . . . . .	72
4.2.2.5.1.3	Obligationsudstedelse . . . . .	73
4.2.2.5.2	Sælgerfinansiering . . . . .	74
4.2.3	Den kvantitative analyse . . . . .	75

4.2.3.1	Overordnet regnskabsanalyse .....	76
4.2.3.2	Nøgletalsanalyse .....	77
4.2.3.2.1	Egenkapitalens forretning .....	78
4.2.3.2.2	Afkastgraden .....	78
4.2.3.2.3	Overskudsgraden .....	79
4.2.3.2.4	Likviditetsgrad .....	79
4.2.3.2.5	Investeringscyklus .....	80
4.2.3.2.6	Soliditetsgrad .....	81
4.2.3.3	Opstilling af prisramme (for køber) .....	81
4.2.3.4	Vurdering af potentielle køberes finansieringsmuligheder (for sælger).....	81
4.2.3.5	Validering af informationskilder .....	82
4.3	Skattemæssige overvejelser .....	83
4.3.1	Indledning .....	83
4.3.2	Overdragelse af aktiver/aktier .....	83
4.3.2.1	Overdragelse af aktiver .....	84
4.3.2.2	Overdragelse af aktier .....	85
<b>5</b>	<b>Værdiansættelse .....</b>	<b>87</b>
5.1	Fastsættelse af dagsværdi .....	88
5.2	Opdateret regnskabsanalyse og strategisk analyse .....	88
5.3	Budgetgennemgang .....	91
5.4	DCF-modellen .....	96
5.4.1	Beregningseksempel med DCF-modellen .....	99
5.4.1.1	Beregn de frie pengestrømme i budgetperioden ..	100
5.4.1.2	Beregn egenkapitalomkostningerne ( $r_c$ ) .....	100
5.4.1.3	Beregn nutidsværdien af de forventede frie pengestrømme i budgetperioden og terminalperioden .....	100
5.4.1.4	Tillæg markedsværdien af ikke-driftsmæssige aktiver.....	101
5.5	EVA-modellen .....	102
5.6	Price/Earning .....	102
<b>6</b>	<b>Strukturering af overdragelsen .....</b>	<b>105</b>
6.1	Modeller .....	105
6.1.1	Overdragelse af aktiver .....	105
6.1.1.1	Køb til eksisterende selskab.....	105
6.1.1.2	Overdragelse til nystiftet selskab .....	107

## Indholdsfortegnelse

6.1.1.2.1	Det nystiftede selskab køber direkte fra sælger.....	107
6.1.1.2.2	Køber indskyder den købte virksomhed i et nystiftet selskab.....	108
6.1.1.3	Overdragelse til udenlandsk selskab .....	110
6.1.2	Overdragelse af aktier .....	112
6.1.2.1	Overdragelse til eksisterende selskab.....	112
6.1.2.2	Overdragelse til nystiftet selskab .....	114
6.1.2.2.1	Det nystiftede holdingselskab køber direkte fra sælger.....	114
6.1.2.2.2	Køber indskyder det købte selskab i et nystiftet holdingselskab.....	115
6.1.2.3	Køb til udenlandsk selskab .....	117
6.1.2.3.1	Effekter for det købende selskab.....	118
6.1.2.3.2	Effekter for Targetselskabet.....	120
6.1.3	Sammenslutninger.....	120
6.1.3.1	Fusion.....	121
6.1.3.1.1	Modeller.....	121
6.1.3.1.2	Juridiske effekter og gennemførelse... ..	125
6.1.3.1.3	Skattepligtig fusion.....	125
6.1.3.1.4	Skattefri fusion .....	127
6.1.3.2	Spaltning .....	129
6.1.3.2.1	Modeller.....	129
6.1.3.2.2	Juridiske effekter og gennemførelse... ..	136
6.1.3.2.3	Skattepligtig spaltning .....	137
6.1.3.2.4	Skattefri spaltning .....	139
6.1.3.3	Tilførsel af aktiver.....	144
6.1.3.3.1	Modeller.....	144
6.1.3.3.2	Juridiske effekter og gennemførelse... ..	146
6.1.3.3.3	Skattepligtig tilførsel.....	146
6.1.3.3.4	Skattefri tilførsel .....	148
6.1.3.4	Aktieombytning .....	151
6.1.3.4.1	Modeller.....	151
6.1.3.4.2	Juridiske effekter og gennemførelse... ..	154
6.1.3.4.3	Skattepligtig aktieombytning .....	154
6.1.3.4.4	Skattefri aktieombytning.....	156
6.1.3.5	Etablering af I/S, K/S, P/S og lignende .....	159
6.1.3.5.1	Modeller.....	159
6.1.3.5.2	Juridiske effekter og gennemførelse... ..	161
6.1.3.5.3	Skat.....	161

<b>7 Due Diligence</b> .....	163
7.1 Den juridiske baggrund – købers undersøgelsesret og pligt .....	165
7.2 Sælgers loyale oplysningspligt .....	165
7.3 Due Diligence-undersøgelsesnes områder og omfang .....	166
7.4 Sammenhæng mellem Due Diligence-undersøgelser og overdragelsesaftalen. ....	167
7.5 Samarbejdet om Due Diligence .....	170
7.5.1 Materialeliste til sælger .....	172
7.5.2 Tidsplan .....	172
7.5.3 Afklar forventninger med involverede parter .....	172
7.5.4 Fastsæt teamet med de korrekte ressourcer .....	173
7.5.5 Planlægningsnotat .....	173
7.6 Gennemgang .....	174
7.7 Afrapportering .....	175
<b>8 Udvalgte områder i forbindelse med finansiel Due Diligence</b> .....	177
8.1 Finansiel Due Diligence overordnet fortalt .....	177
8.1.1 Generiske standardtjeklister eller skræddersyet planlægning .....	178
8.1.2 Tidsmæssig placering .....	178
8.2 Planlægning .....	179
8.2.1 Købers formål og fokus .....	179
8.2.2 Forståelse af virksomheden .....	179
8.2.2.1 Virksomhedens ledelse og medarbejdere .....	180
8.2.2.2 De understøttende økonomi- og IT-systemer ....	180
8.2.2.3 Virksomhedens transaktioner og forretningsgange .....	181
<b>9 Udvalgte områder i forbindelse med juridisk Due Diligence.</b> .....	185
9.1 Selskabsretlige forhold .....	185
9.1.1 Ret til at disponere over Target .....	185
9.1.2 Opfyldelse af lovmæssige forpligtelser .....	186
9.1.3 Bindende indgåelse af væsentlige dispositioner .....	186
9.2 Aftaler med tredjemand .....	187
9.2.1 Change of Control-klausuler .....	188
9.2.2 Overdragelsesklausuler .....	190
9.2.3 Genforhandling .....	191
9.2.4 Særlige vilkår .....	192
9.3 IT: overtagelse af infrastruktur, licenser med videre .....	192
9.3.1 Licenser .....	193

## Indholdsfortegnelse

9.3.2	Add-ons eller specialudviklet software . . . . .	194
9.4	Outsourcing . . . . .	194
9.5	Arbejdsretlige forhold . . . . .	195
9.5.1	VOLs præceptivitet og aftaler om afvigelser . . . . .	197
9.5.2	Direktøren og andre ledende medarbejdere. . . . .	198
9.5.3	Bonusaftaler, warrant- og optionsprogrammer og lignende . . . . .	198
9.5.4	Ansættelseskontrakter og beviser . . . . .	198
9.5.5	Overenskomster . . . . .	199
9.5.6	Uafholdt ferie, afspadsering og overtid . . . . .	200
9.6	Immaterielrettigheder . . . . .	201
9.6.1	Ejerskab eller anden ret til brug af immaterielrettigheder . . . . .	202
9.6.1.1	Ophavsrettigheder . . . . .	202
9.6.1.2	Patentrettigheder . . . . .	203
9.6.1.3	Brugsmodeller . . . . .	203
9.6.1.4	Designret . . . . .	204
9.6.1.4.1	Design registreret i Danmark . . . . .	204
9.6.1.4.2	Design registreret som EF-design ved OHIM . . . . .	204
9.6.1.4.3	Design der ikke er registreret, men er beskyttet efter designforordningen . . . . .	204
9.6.1.4.4	Design registreret ved international designregistrering . . . . .	204
9.6.1.4.5	Overdragelse af en designret . . . . .	204
9.6.1.5	Varemærkeret . . . . .	205
9.6.2	Identifikation af indhold og omfang af immaterielretten . . . . .	205
9.6.3	Overdragelse af immaterielrettigheder . . . . .	205
9.7	Projekter under udvikling og igangværende arbejder . . . . .	206
9.8	Verserende sager . . . . .	207
<b>10</b>	<b>Overdragelsesaftalen og relaterede skatteaspekter . . . . .</b>	<b>209</b>
10.1	Parterne og hæftelse . . . . .	211
10.2	Præambel . . . . .	212
10.3	Definitioner . . . . .	212
10.4	Overdragelsens genstand . . . . .	212
10.4.1	Overdragelse af aktier . . . . .	213
10.4.1.1	Aktieavancebeskatning . . . . .	213
10.4.1.1.1	Statusskifte . . . . .	214
10.4.1.1.2	Mellemholdingselskaber . . . . .	215
10.4.1.2	Moms ved køb af aktier . . . . .	216
10.4.2	Overdragelse af aktiver . . . . .	217



10.4.2.1	Beskatning ved realisation af andre aktiver . . . . .	220
10.4.2.1.1	Fast ejendom . . . . .	220
10.4.2.1.2	Afskrivningsberettigede aktiver . . . . .	221
10.4.2.1.3	Fordringer og finansielle kontrakter . . . . .	221
10.4.2.1.4	Næringsaktiver . . . . .	221
10.4.2.2	Moms ved køb af aktiver . . . . .	222
10.4.2.3	Tinglysningsafgift ved køb af aktiver . . . . .	223
10.4.2.4	Købs- og salgsoptioner . . . . .	224
10.4.2.5	Optagelse af medejere . . . . .	224
10.4.2.5.1	Nytegning af aktier . . . . .	224
10.4.2.5.2	Medarbejderaktier . . . . .	225
10.5	Købesummen . . . . .	225
10.5.1	Købesumsregulering på baggrund af egenkapitalen . . . . .	227
10.5.2	Resultatafhængig købesum . . . . .	228
10.5.3	Finansiering . . . . .	229
10.5.3.1	Egenkapital . . . . .	230
10.5.3.2	Gæld . . . . .	232
10.5.3.2.1	Renter og provisioner . . . . .	232
10.5.3.2.2	Kursreguleringer . . . . .	233
10.5.3.2.3	Koncernintern gæld . . . . .	234
10.5.3.2.4	Gældseftergivelse – Underskudsbegrænsning . . . . .	235
10.5.3.2.5	Tynd kapitalisering . . . . .	236
10.5.3.2.6	Renteloftet . . . . .	241
10.5.3.2.7	EBIT-reglen . . . . .	245
10.5.3.2.8	Udbyttegivende gæld . . . . .	246
10.5.3.2.9	Konvertibel gæld . . . . .	247
10.5.3.2.10	Markedsvilkår . . . . .	247
10.5.4	Vederlag . . . . .	247
10.5.4.1	Kontant og gæld . . . . .	247
10.5.4.2	Andre aktiver . . . . .	248
10.5.4.3	Efterfølgende regulering . . . . .	248
10.5.4.3.1	Løbende ydelser . . . . .	248
10.5.4.3.2	Andre efterfølgende reguleringer . . . . .	250
10.5.4.4	Omkostninger . . . . .	250
10.5.4.5	Fordeling og værdiansættelse . . . . .	251
10.5.4.5.1	Fast ejendom . . . . .	252
10.5.4.5.2	Unoterede aktier . . . . .	252
10.5.4.5.3	Goodwill . . . . .	252
10.5.4.5.4	Vurderingsberetning . . . . .	254

## Indholdsfortegnelse

10.6	Skæringsdag	254
10.6.1	Skattemæssigt skæringstidspunkt	255
10.6.1.1	Aftaletidspunkt (signing date)	256
10.6.1.2	Leveringstidspunkt (closing date)	256
10.7	Betingelser	257
10.8	Sælgers erklæringer, garantier og indeståelser	258
10.9	Sammenhængen mellem Due Diligence og erklæringer og garantier	261
10.10	Købers, respektive sælgers viden	263
10.11	Forsikringsafdækning af risici ved handlen	263
10.12	Afgivelsestidspunktet for og gentagelser af garantier	263
10.13	Fremadrettede forpligtelser (covenants)	264
10.13.1	Konkurrenceklausuler	265
10.14	Begrænsning af krav, skadesløsholdelse	266
10.15	Tvistløsning og lovvalg	269
10.16	Overdragelse	270
<b>11</b>	<b>Efter opkøbet – hvad nu?</b>	<b>271</b>
11.1	Kulturel integration	272
11.1.1	Hvad er kultur?	273
11.1.2	Før du offentliggør opkøbet	275
11.1.3	Kommunikér ofte og skab dialog	276
11.1.4	Konklusion	277
11.2	Juridiske overvejelser	278
11.2.1	En eller to virksomheder (fusion)	278
11.2.2	Overenskomster	280
11.2.3	Registrering af ændret ejerskab	280
11.2.4	Aftalebestemte tidsfrister	281
11.2.5	Øvrige	281
11.3	Skattemæssige overvejelser	282
11.3.1	Beskatning af den købte virksomhed	282
11.3.1.1	Sambeskatning	282
11.3.1.1.1	Obligatorisk national sambeskatning	282
11.3.1.1.2	Indkomstopgørelse, skattebetaling og hæftelse	284
11.3.1.1.3	Underskud og tab	286
11.3.1.1.4	Ejerskifte og periodeopgørelse	286
11.3.1.1.5	International sambeskatning	289
11.3.1.1.6	Territorialbeskatning af udenlandske filialer mv.	292

11.3.1.2 Underskud . . . . .	292
11.3.1.3 Koncerninterne transaktioner . . . . .	293
11.3.1.3.1 Transfer Pricing dokumentation . . . . .	295
11.4 Regnskabsmæssig behandling af den købte virksomhed . . . . .	295
11.4.1 Identifikation af den overtagende virksomhed . . . . .	298
11.4.2 Fastlæggelse af overtagelsestidspunktet . . . . .	299
11.4.3 Opgørelse af kostprisen for virksomhedssammenslutningen . . . . .	300
11.4.3.1 Opgørelse af købesummen ved earn-out . . . . .	301
11.4.3.2 Rådgiveromkostninger . . . . .	302
11.4.3.3 Omkostninger til omstruktureringer. . . . .	303
11.4.4 Allokering af kostpris til overtagelsesbalance . . . . .	304
11.4.4.1 Ad (a) Identifikation af relevante aktiver og forpligtelser . . . . .	306
11.4.4.2 Ad (b) Opgørelse af dagsværdi for de identificerede aktiver og forpligtelser . . . . .	308
11.4.4.2.1 Immaterielle anlægsaktiver. . . . .	309
11.4.4.2.2 Materielle anlægsaktiver . . . . .	317
11.4.4.2.3 Finansielle anlægsaktiver. . . . .	320
11.4.4.2.4 Omsætningsaktiver . . . . .	320
11.4.4.2.5 Forpligtelser. . . . .	321
11.4.4.2.6 Udskudt skat . . . . .	321
11.4.4.3 Ad (c) Beregning af goodwill og egenkapital . . . . .	322
11.4.5 Indregning af overtagelsesbalancen i koncernregnskab og moderselskabets regnskab . . . . .	325
11.4.6 Efter virksomhedssammenslutningen. . . . .	326
11.4.7 Beregning af Tax Amortisation Benefit (TAB). . . . .	327
<b>Bilag 1 – Fortrolighedserklæring . . . . .</b>	<b>329</b>
<b>Bilag 2 – Hensigtserklæring. . . . .</b>	<b>335</b>
<b>Bilag 3 – Due Diligence Request Liste . . . . .</b>	<b>343</b>
<b>Bilag 4 – Garantikatalog. . . . .</b>	<b>353</b>
<b>Stikordsregister . . . . .</b>	<b>359</b>