





Locked-Box

– en købesumsreguleringsmekanisme i M&A transaktioner

Der går ofte adskillige måneder fra signing (dato for underskrivelse af overdragelsesaftalen) til closing (fuldbyrdelse af transaktionen). Dette skaber en potentiel interessekonflikt mellem køber og sælger, da prisen aftales ved signing, mens det juridiske ejerforhold og den juridiske



kontrol først overgår til køber ved closing. Indtil closing drives selskabet af sælger, hvilket skaber et grundlæggende principal-agent-problem, hvor sælgers interesser, eller endog selskabets ledelses interesser, ikke nødvendigvis svarer til købers interesser.

*Af Jakob Kristensen, partner Bech-Bruun og Rasmus Tarnowski, associate director KPMG**

*Afsnit 5.4 om skattemæssige forhold er skrevet af Peter Østergaard jf. note 1



I enhver transaktion er valget af prismekanisme en vigtig faktor til at sikre den bedst mulige beskyttelse mod begge typer *leakage*. Køber og sælger kan aftale en række forskellige mekanismer. Denne artikel giver en introduktion til *locked box*-mekanismen og redegør i den forbindelse for fordelene og ulemperne ved at bruge en *locked box*-mekanisme som et alternativ til den traditionelle *closing account*-mekanisme.

1. Introduktion

Specialviden om de finansielle, skattemæssige og juridiske aspekter af overdragelsesaftalen i M&A-transaktioner er altafgørende, når man skal sikre en vellykket transaktion for både køber og sælger. Professionel rådgivning i forbindelse med input til samt gennemgang og forhandling af overdragelsesaftalen begrænser risici og medvirker til en smidig transaktionsproces. En af de afgørende strategiske beslutninger i forbindelse med overdragelsesaftalen er valget af prismekanisme.

Der går ofte adskillige måneder fra signing (dato for underskrivelse af overdragelsesaftalen) til closing (fuldbyrdelse af transaktionen). Dette skaber en potentiel interessekonflikt mellem køber og sælger, da prisen aftales ved signing, mens det juridiske ejerforhold og den juridiske kontrol først overgår til køber ved closing. Indtil closing drives selskabet af sælger, hvilket skaber et grundlæggende principal-agent-problem, hvor sælgers interesser, eller endog selskabets ledelses interesser, ikke nødvendigvis svarer til købers interesser. Indtil closing kan køber ikke fuldt ud kontrollere sælgers og/eller ledelsens dispositioner. Dette eksponerer køber for en række risici, herunder værdisvind (value leakage) og svind i likvider (cash leakage) i perioden frem til closing.

I enhver transaktion er valget af prismekanisme en vigtig faktor til at sikre den bedst mulige beskyttelse mod begge typer *leakage*. Køber og sælger kan aftale en række forskellige mekanismer. Denne artikel giver en introduktion til *locked box*-mekanismen og redegør i den forbindelse for fordelene og ulemperne ved at bruge en *locked box*-mekanisme som et alternativ til den traditionelle *closing account*-mekanisme.

2. Beskrivelse af Locked-Box mekanismen

Locked box-mekanismen medfører, at den endelige *equity value* (købesum der faktisk betales for aktierne eller den opkøbte virksomhed) fastsættes ved signing uden nogen regulering for gæld og forskelle i arbejdskapital. I stedet opnår køber beskyttelse mod leakages gennem en grundig due diligence, en række forpligtelser, garantier og et strengt forbud mod leakage i perioden siden balancedagen for det regnskab, som danner grundlag for beregning af *equity value*.

De grundlæggende strukturer i de to forskellige prismekanismer er illustreret i figuren.

2.1 Locked box-mekanismen

I en *locked box*-transaktion fastsættes *equity value* i overdragelsesaftalen ved signing baseret på den balance, der foreligger pr. *locked box*-datoen. Virksomhedens rentebærende nettogæld (typisk kaldet Net Debt eller Net Interest Bearing Debt, forkortet "NIBD") og virksomhedens normale arbejdskapitalniveau (typisk kaldet Normal Working Capital eller, forkortet "NWC") afspejles i den beregnede pris pr. *locked box*-datoen uden nogen prisregulering efter signing, udover en rentebetaling.

Køber påtager sig dermed de økonomiske risici og fordele pr. *locked box*-datoen, men sælger driver virksomheden indtil closing.

2.2 Closing accounts-mekanismen

I en closing accounts-transaktion fastsættes *equity value* som udgangspunkt ikke pr. signing. Derimod fastsættes enterprise value (virksomhedens værdi på gældsfri basis) ved signing. Parterne aftaler typisk en definition på nettogæld og nettoarbejdskapital samt et normalt niveau for arbejdskapitalen. Den endelige købesum fastsættes ved at reducere den aftalte enterprise value med den opgjorte nettogæld pr. closing. Hvis likviderne overstiger den rentebærende gæld, vil forskellen (nettolikviderne) omvendt skulle tillægges enterprise value.

Derudover reguleres købesummen for forskellen mellem den faktisk opgjorte arbejdskapital pr. closing og den normale arbejdskapital, som parterne har fastlagt. Såfremt den faktiske arbejdskapital pr. closing er lavere end den normale arbejdskapital, reduceres købesummen med differencen. Hvis faktisk arbejdskapital er højere, øges købesummen.

Ved closing betaler køber en foreløbigt fastsat købesum til sælger baseret på en estimeret nettogæld og estimeret nettoarbejdskapital pr. closing. Efter closing udarbejdes den endelige closing-balance typisk af sælger og gennemgås af køber, og en endelig regulering af købesummen beregnes. Kan parterne ikke komme til enighed om reguleringen, afgøres tvisten af en sagkyndig, typisk af en af parterne uafhængig revisor.

Generelt overgår de økonomiske fordele og risici fra sælger til køber ved closing, når man benytter closing accounts-mekanismen, idet indtjening i virksomheden i perioden indtil closing tilfalder sælger.

3. Locked box-mekanismen fra købers synspunkt

Sammenlignet med den traditionelle closing accounts-mekanisme er der visse risici såvel som fordele ved *locked box*-mekanismen. Visse aspekter er til fordel for både køber og sælger. Andre aspekter ved *locked box* kan udgøre en risiko for køber, mens de udgør en fordel eller en mulighed for sælger, og vice versa. I de følgende afsnit drøftes *locked box*-mekanismens særlige aspekter hovedsageligt fra købers synspunkt.

3.1 Fælles fordele

3.1.1 Lavere omkostninger

Som udgangspunkt forudsætter *locked box*-mekanismen ikke den udarbejdelse af closing accounts, der kræves ved closing accounts-mekanismen eller for den sags skyld ved andre stand alone-mekanismer. Typisk anvendes de eksisterende balanceposter i den virksomhed eller koncerndel, der overdrages ifølge overdragelsesaftalen, som *locked*

box-balanceposter. Alternativt udgør de som minimum grundlaget for locked box-balanceposterne efter en vis tilpasning og/eller revision. Det skal dog nævnes, at køber af skattemæssige og/eller driftsmæssige hensyn ofte vil have behov for en åbnings-status ved closing.

Sker closing på en dato, som ikke er referencedagen for den handlede virksomheds lovpligtige eller andre regn-

skaber, påføres sælger ofte yderligere omkostninger – såvel interne som eksterne – i forbindelse med udarbejdelsen af nye stand-alone balanceposter pr. closing-datoen samt udarbejdelse af regulerede beregninger af købesummen. I de fleste tilfælde påføres køber også betydelige omkostninger i forbindelse med sin gennemgang af closing-posterne og tilpasningen af købesummen.

Såfremt købers gennemgang af closing-posterne giver anledning til indsigelse mod reguleringen af købesummen – hvilket desværre relativt ofte er tilfældet – vil begge parter unødigt blive bebyrdet med yderligere omkostninger, og medmindre det lykkes parterne at afgøre uenigheden i mindelighed, vil omkostningerne kun stige.

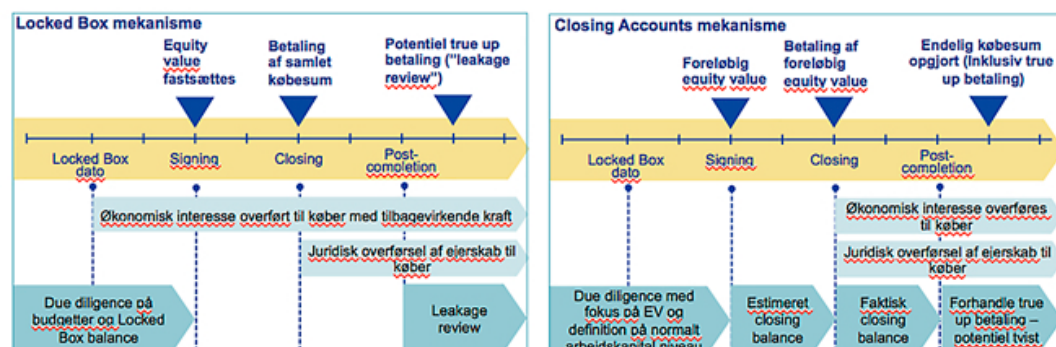
Det anføres fra tid til anden, at parterne mindsker omkostningerne ved ikke at bruge en masse tid på at drøfte definitionen på nettogæld og NWC, herunder måle- og værdiansættelsesprincipper for nogen af de emner, der falder ind under denne definition. Argumentet holder dog ikke altid. Ofte lægges tilsvarende kræfter i de drøftelser om fastsættelsen af købesummen, der finder sted før signing. Almindeligvis kan disse drøftelser afholdes i forbindelse med købers due diligence-foranstaltninger.

3.1.2 Prissikkerhed

I transaktioner, der benytter den rene locked box-mekanisme, kendes købesummen (med undtagelse af eventuelle rente-komponenter) ved signing. Fra et økonomisk synspunkt kan det både være en fordel og en ulempe, at købesummen er blevet fastsat på grundlag af en tidligere balancedato. Det kan dog af forskellige andre grunde være en fordel, at prisen er fastlagt ved signing.

Det kan lette indhentelsen af de nødvendige godkendelser – det være sig fra aktionærer, erhvervsorganisationer eller offentlige myndigheder – hvis der kan angives en fastlagt købesum frem for en flydende købesum, der først kan fastsættes efter closing. Dette kan ligeledes lette kommunikationen, såvel internt som eksternt.

Prissikkerheden kan desuden være gavnlig fra et finansieringsper-



spektiv. Køber vil almindeligvis skulle finansiere transaktionen via egenkapital og/eller gældsoptagelse, mens sælger muligvis må indfri lån og/eller udlodde udbytte til investorer. Fastsættelse af købesummen letter i mange tilfælde finansierings- og/eller tilbagebetalingsprocessen. Ikke desto mindre bør køber kræve, at der implementeres en overvågningsmekanisme, der tillader køber at overvåge ændringer i KPI samt bevægelser i nettogæld i løbet af locked box-perioden med henblik på at vurdere, om køkets finansieringsstruktur bør tilpasses.

Som anført ovenfor vil en købesum fastsat med henvisning til locked box-poster ofte blive tilskrevet renter fra locked box-datoen (af og til dog kun fra signing) frem til closing. Det samlede rentebeløb kendes således ikke, medmindre closing-datoen er kendt ved signing. Rentebeløbet kan dog nemt beregnes ved brug af forskellige mulige closing-datoer. Ofte kan closing-datoerne forudses ret nøje, og de varierer sjældent med mere end en måned fra den påtænkte eller forudsete closing-dato.

3.2 Fordele for køber

3.2.1 Fokus på integration og ledelse

En af de største erhvervmæssige fordele for køber ved at anvende locked box-mekanismen er undgåelsen af drøftelser efter closing angående closing-poster, tilpasning af købesum samt konfliktløsning. Sådanne drøftelser er ofte ressourcetunge, både hvad angår omkostninger og arbejdstimer. Derudover vil sådanne drøftelser ofte være anstrengende for forholdet mellem køber og ledelsen i den handlede virksomhed, uanset om en sådan ledelse består af én eller flere personer på salgssiden, eller den ikke har relation til sælger.

En locked box-transaktion kan eventuelt omfatte en revideringsøvelse angående mulig leakage i locked box-perioden som drøftet nærmere i nedenstående. En sådan øvelse kræver dog betydeligt færre ressourcer end en closing account-øvelse, og ikke mindst giver den sjældent anledning til uoverensstemmelser mellem parterne.



I en locked box-transaktion vil køber kunne fokusere indsatsen på de erhvervs- og ledelsesmæssige aspekter af transaktionen. For en industriel køber er integrationsindsatsen af stor vigtighed, og den vil sandsynligvis være af langt højere værdi for køber end stridigheder angående tilpasning af købesummen. For enhver type køber vil det være af lige så stor betydning at kunne påvirke og anspore ledelsen, også fra et værdimæssigt perspektiv.

I en locked box-transaktion vil køber således kunne fokusere indsatsen på de erhvervs- og ledelsesmæssige aspekter af transaktionen. For en industriel køber er integrationsindsatsen af stor vigtighed, og den vil sandsynligvis – særligt på længere sigt – være af langt højere værdi for køber end stridigheder angående tilpasning af købesummen. For enhver type køber vil det være af lige så stor betydning at kunne påvirke og anspore ledelsen, også fra et værdimæssigt perspektiv. Det er ganske enkelt meget nemmere at implementere sådanne tiltag, hvis køber ikke er i konflikt med den tidligere ejer og/eller ledelsen omkring købesummen.

3.2.2 Indtægter i locked box-perioden

Den aftalte købesum baseret på locked box-poster kan naturligvis bygge på mange forskellige overvejelser, omend det typisk vil omfatte en enterprise value-komponent tilpasset Net Debt samt NWC-afvigelse (fra et forud aftalt referenceniveau) på locked box-datoen.

Alt andet lige vil der ofte være en økonomisk fordel for køber ved at modtage nettoindtægterne i locked box-perioden, også i situationer hvor køber skal betale endog en betydelig rente, som tilskrives købesummen frem til closing. Hvis den handlede virksomhed ikke frembringer overskud eller kun begrænset overskud, er situationen naturligvis en anden. Hvis værdisættelsen er baseret på en standard cash flow værdisættelsesmodel og/eller indtjeningsmultiple, vil det i de fleste situationer være en fordel for køber at modtage nettoindtjeningen i locked box-perioden mod betaling af renter på købesummen. Historisk er der en tendens til, at cash flow i indtjeningsperioden er betydeligt højere end rentekomponenten. I teorien bør rentekomponent og cash flow dog være på nogenlunde samme niveau. Vi oplever, at skandinaviske købere er blevet bedre uddannede til og har fået mere erfaring med at anslå rentekomponenten, hvilket har indsnævret forskellen mellem rentekomponenten og det genererede cash flow.

Ved anvendelse af locked box påtager køber sig naturligvis også risikoen for, at indtægterne reduceres kraftigt i locked box-perioden, hvor køber endnu ikke har kontrol over den handlede virksomhed. Det kan fremføres, at det ville være mest retfærdigt, hvis køber modtog et tillæg for at påtage sig denne risiko i locked box-perioden.

Hvis køber skal betale en rentekomponent til gengæld for et muligt overskud, bør køber være klar over, at der er en betydelig risiko. Hvis der skal betales en variabel "rente" til gengæld for et faktisk overskud i locked box-perioden, nærmer vi os anvendelse af closing accounts-mekanismen. Det vil i hvert fald åbne op for diskussionen om, hvorvidt det faktiske overskud er beregnet korrekt, herunder om indtægter og udgifter (inkl. afskrivninger osv.) er korrekt opgjort i de relevante perioder. Disse former for "rente"-komponenter er dog sjældne. Ved locked box-transaktioner anvendes der almindeligvis en fast årlig rentesats.

3.2.3 Giver konkurrencedygtige og sammenlignelige bud

I en auktionsproces er det nemmere for køber at sammenligne bud afgivet på grundlag af locked box-mekanismen, hvilket giver større sikkerhed om prisen ved closing (med forbehold for leakage-gennemgang). Sælger vil således være mere modtagelig over for bud, der er baseret på en locked box-struktur og mindre modtagelig over for bud baseret på closing accounts-mekanismer.

3.3 Købers risiko

Købers risiko er primært forbundet med de aktiviteter og de økonomiske resultater, som den handlede virksomhed har i locked box-perioden. Der er forskellige risici forbundet med locked box-perioden.

3.3.1 Utilstrækkelig information om indtægter i locked box-perioden

Som nævnt i det ovenstående vil der ofte være en fordel for køber ved at modtage nettoindtægterne i locked box-perioden mod tilskrivning af en fast rente til købesummen. Ved de fleste transaktioner vil sælger dog have bedre indsigt i den handlede virksomheds udsigter i locked box-perioden, selvom køber modtager omfattende oplysninger ved due diligence.

En forudsætning for at anvende en locked box-mekanisme er, at køber føler sig tilstrækkeligt godt tilpas med processerne i locked box-perioden. Er køber usikker, hvad enten det skyldes indholdet på de foreløbige balanceposter eller budgetter eller skyldes mangel på og/eller dårlig information fra sælger om virksomhedens handel i locked box-perioden, bør køber nøje overveje anvendelsen af locked box og snarere anmode om at anvende closing accounts-mekanismen. Dette er naturligvis ikke altid en mulighed for sælger som følge af auktionsdynamik, sælgers forhandlingsstyrke og/eller interessen for aktivet.

Af samme årsag bør køber udbede sig og modtage relevante regnskabstal for den handlede virksomhed i hele eller det meste af locked box-perioden samt underbyggede budgetter for den resterende del af den planlagte locked box-periode. Budgetterne kan være baseret på information om fastlagt fremtidigt salg (sammenlignet med niveauerne på samme tidspunkt i tidligere perioder), kunder, pipeline/leads, kundeindikationer og lignende. Som nævnt i det følgende bør køber kunne forlade sig på opdaterede regnskabstal og foreløbige balanceposter i henhold til den gældende overdragelsesaftale og være forvisset om, at forecasts/budgetter er omhyggeligt udarbejdet i overensstemmelse med de angivne forudsætninger.

3.3.2 Mindre incitament for sælger

Ved anvendelse af locked box vil det være en naturlig bekymring for køber, om sælger fortsat vil have samme incitament til at generere

indtægter som før locked box-datoen, eller som sælger ville have haft frem til closing, såfremt closing accounts-mekanismen var blevet anvendt. Locked box kan således i teorien afskrække handlinger, som en incitamentskomponent (såsom earn-out, bevarelse af ejerskab eller endog closing accounts) almindeligvis burde opmuntre til.

Ét er dog teori, noget andet er virkelighed. Det er vores erfaring, at sælger almindeligvis ikke mangler incitament til fortsat at generere indtægter i locked box-perioden, og der er sandsynligvis flere grunde hertil. For det første er de fleste sælgere generelt loyale over for køber – hvad enten sælger er en del af ledelsen eller ej – og de vil gerne lægge kræfter i at overdrage en virksomhed i god stand. For det andet er den endelige aftale først på plads, når closing er gennemført, og ved de fleste transaktioner kan der opstå forhold efter signing, som rent faktisk forhindrer closing af transaktionen. Sælger er således under alle omstændigheder bedre stillet ved at sikre sig, at forretningen drives bedst muligt i locked box-perioden. Endelig vil transaktionsdokumenterne for locked box-handler uundgåeligt omfatte detaljerede vilkår, ifølge hvilke sælger skal fortsætte den normale drift i locked box-perioden.

Køber har altså almindeligvis ingen grund til at frygte, at manglende incitamenter vil mindske indtægterne i locked box-perioden og potentielt efterlade køber med en virksomhed, der viser lav aktivitet fra locked box-datoen frem til closing. Hvis køber derimod har særlig grund til at formode, at en bestemt sælger ikke vil lægge de fornødne kræfter (eller foranledige at den handlede virksomhed ikke lægger sådanne kræfter) i locked box-perioden, så bør køber nok overveje enten at undlade anvendelse af locked box-mekanismen eller at indføre andre incitamentskomponenter for at sikre, at virksomheden drives som normalt frem til closing.

3.3.3 Strategiske og driftsmæssige ændringer i locked box-perioden

Ud over risikoen for nedsat incitament for sælger, som er beskrevet ovenfor, er der en generel risiko for, at den handlede virksomheds aktivitet svækkes betydeligt i locked box-perioden. Ved closing accounts-mekanismen er der naturligvis altid den risiko, at driften er blevet forringet i perioden (kort) før closing og/eller vil forringes i perioden efter closing. Det er dog meget nemmere for køber at styre den risiko, idet køber vil overtage kontrollen med den handlede virksomhed samtidig med overtagelsen af finansielle risici og fordele, nemlig ved closing.

I en locked box-transaktion med en forventet lang periode til opfyldelse af closing-betingelserne vil køber være eksponeret over for betydeligt større ledelses- og driftsmæssige risici, som køber ikke kan kontrollere eller påvirke. Hvis den forventede closing-periode (den

Eksempler på potentiel leakage



periode hvori closing-betingelsen opfyldes), er meget lang, bør køber nøje overveje, om den traditionelle closing accounts-mekanisme bør anvendes.

3.3.4 Leakage-risici og -undersøgelser

I en locked box-transaktion forpligter sælger sig til ikke at trække nogen værdi ud af virksomheden mellem signing og closing. Med dette leakage-forbud er "box'en" teoretisk set låst (locked). Hvis der mellem locked box-datoen og closing er foretaget transaktioner, som falder inden for definitionen af leakage, vil den aftalte equity value blive reduceret krone for krone. I afsnit 4 gennemgås de relevante overvejelser i forbindelse med formulering af leakage-bestemmelserne i overdragelsesaftalen. Se figuren med eksempler på potentiel leakage.

Uanset det aftaleretlige udgangspunkt er det en væsentlig risiko i en locked box-transaktion, at værdi eller likvider "lækker" fra den handlede virksomhed til sælger i locked box-perioden, eller at indtægter, som skulle modtages af virksomheden i stedet modtages af sælger eller sælgers nærtstående parter. Følgelig skal det fra købers perspektiv dels sikres, at køber rent faktisk overtager alle virksomhedens aktiver, dels sikres at køber tillige modtager hele resultatet af virksomhedens aktiviteter i locked box-perioden.

Værdi kan sive til sælger eller sælgers nærtstående parter på forskellige måder, og køber er nødt til at iværksætte sådanne sikkerhedsforanstaltninger, som måtte være nødvendige for at sikre, at leakage ikke kan finde sted.

Risikoen for leakage er især overhængende, når den handlede virksomhed udgør en del af en koncern, hvor der forekommer interne transaktioner mellem den handlede virksomhed og de øvrige koncernselskaber.

Køber bør iværksætte passende tiltag for at overvåge og kontrollere, om der sker leakage i locked box-perioden. Sådanne tiltag kan kræve en indsats fra begge parter. Typisk vil sælger blive bedt om at indberette alle transaktioner med nærtstående parter, herunder bekræfte at sådanne transaktioner er sket på armslængdevilkår. Køber vil gennemgå disse indberetninger og kan derudover f.eks. have ret til at anmode om uafhængig revisorgennemgang i locked box-perioden eller – med



Ved formuleringen af bestemmelserne er det vigtigt at overveje, hvorledes der skal forholdes med udlodninger, som allerede er besluttet eller planlagt på tidspunktet for signing. Derudover er det vigtigt at tage højde for eventuel udlodning af udbytte i perioden mellem locked box-datoen og signing, som fx ordinært udbytte udloddet efter locked box-dato på baggrund af det foregående regnskabsår.

forbehold for konkurrenceretlige begrænsninger, jf. afsnit 5 – endda have ret til at godkende væsentlige transaktioner med nærtstående parter.

3.4 Hybrid-mekanismer

3.4.1 Equity value fastsat efter signing

I den seneste tid har vi set en stigning i forskellige prismekanisme-hybrider. Vi har især set en stigning i brugen af locked box-mekanismer med købesumsregulering efter signing (men før closing). Dette giver mening i visse situationer, og hybriden anvendes typisk, når den seneste balancedato ligger 8 til 12 måneder før signing.

En af de hyppigste udfordringer ved brugen af en normal locked box-mekanisme er et (ofte) langt tidsrum fra locked box-datoen til signing. Da den økonomiske interesse overgår til køber med tilbagevirkende kraft fra locked box-datoen, bliver købere i stigende grad utrygge ved den sikkerhed som locked box-mekanismen giver, i takt med at tidsrummet fra locked box-datoen til signing øges.

Ved at vælge en locked box-dato, der ligger kort tid efter signing, begrænses dette problem. Ulempen ved denne hybrid er dog netop, at equity value ikke fastsættes ved signing. Ud fra sælgers perspektiv bliver det dermed vanskeligt sammenligne konkurrerende bud i en auktionsproces. Ydermere risikerer parterne tidskrævende diskussioner om locked box-regnskaberne i perioden efter signing, hvormed en væsentlig fordel ved locked box-mekanismen går tabt.

3.4.2 Locked box kan ændres til en closing accounts-mekanisme

I visse situationer ønsker sælger sikkerhed for den aftalte pris og kræver, at der anvendes en locked box, selv i situationer hvor risikoen herved er høj for køber. I disse tilfælde kan man aftale forskellige mellemløsninger. Fra tid til anden aftales det at bruge en locked box-mekanisme, som dog ændres til en traditionel closing accounts-mekanisme, hvis nogle aftalte finansielle nøgletal (f.eks. likvide beholdninger, nettoarbejdskapital eller lignende) ændrer sig væsentligt mere end forventet i locked box-perioden. Der redegøres for nogle lignende situationer i afsnit 5.1.2 vedrørende carve-out transaktioner.

4. Leakage-bestemmelser

4.1 Definition af leakage

Forhandlingerne om leakage-definitionen i overdragelsesaftalen er typisk forholdsvis ukomplicerede. Hvis parterne er blevet enige om en locked box-struktur, er det indlysende, at leakage-bestemmelserne skal være robuste til sikring af, at ingen cash flows "lækker" fra den hand-

lede virksomhed til sælgers nærtstående parter uden for den handlede virksomhed.

Der anvendes adskillige formuleringer, som spænder fra den meget korte formulering (ingen likvider lækkes fra den handlede virksomhed til sælger eller sælgers nærtstående parter) til den ret brede formulering. Da leakage-konceptet ikke altid lader sig præcist definere, anbefales det at bruge nogle kræfter på at præcisere både det generelle leakage-koncept og de konkrete eksempler på mulig leakage og non-leakage. Der opstår oftest stridigheder mellem parterne i situationer, hvor overdragelsesaftalen udelukkende fastlægger en almindelig (standard) definition af leakage, som ikke tager højde for transaktionens enkeltheder, herunder den handlede virksomheds og sælgerkoncernens beskaffenhed.

Med hensyn til den generelle definition bør denne naturligvis omfatte de mest nærliggende leakage-situationer i form af udlodning af udbytte, kapitalnedsættelse, tilbagekøb eller enhver anden måde, hvorpå likvider udloddes til den handlede virksomheds kapitalejere. I visse jurisdiktioner giver det mening at henvise til de relevante selskabslovsbestemmelser, som måtte indeholde definitioner på disse leakage-situationer. Ved formuleringen af bestemmelserne er det vigtigt at overveje, hvorledes der skal forholdes med udlodninger, som allerede er besluttet eller planlagt på tidspunktet for signing. Derudover er det vigtigt at tage højde for eventuel udlodning af udbytte i perioden mellem locked box-datoen og signing, som fx ordinært udbytte udloddet efter locked box-dato på baggrund af det foregående regnskabsår.

Definitionen bør også omfatte enhver anden transaktion mellem den handlede virksomhed på den ene side og sælger eller en af sælgers nærtstående parter på den anden side, som ikke foregår på armslængdevilkår til skade for den handlede virksomhed. Oplagte eksempler herpå er administrationsaftaler, i henhold til hvilke sælger eller sælgers nærtstående parter modtager betaling for mere eller mindre definerede administrationsydelser. Køber vil normalt kræve, at sådanne betalinger ikke foretages eller i det mindste nedsættes i locked box-perioden. Tilsvarende gælder ved indgåelsen af fx leveringsaftaler eller andre aftaler mellem parterne. Lån mellem den handlede virksomhed og sælger ydes på markedsvilkår i locked box-perioden, alternativt bør der foretages specifikke justeringer i købesummen eller i forrentningen af købesummen for disse lån.

Det vigtigste er, at en locked box-overdragelsesaftale helt konkret beskriver, hvorledes der skal forholdes med eventuelle kendte eller påtænkte aftaler eller arrangementer med nærtstående parter. I det omfang parterne bliver enige om, at en eller flere af disse aftaler er på armslængdevilkår, bør dette særligt fremhæves, og overdragelsesaftalen bør afskære sælger fra at lave ændringer i aftalerne. Såfremt visse aftaler ikke betragtes som indgået på armslængdevilkår, bør disse aftalers vilkår enten tilpasses armslængdevilkår med virkning fra locked box-datoen, eller der skal foretages andre justeringer. I det omfang



En af de hyppigste udfordringer ved brugen af en normal locked box-mekanisme er et (ofte) langt tidsrum fra locked box-datoen til signing. Da den økonomiske interesse overgår til køber med tilbagevirkende kraft fra locked box-datoen, bliver købere i stigende grad utrygge ved den sikkerhed som locked box-mekanismen giver, i takt med at tidsrummet fra locked box-datoen til signing øges. Ved at vælge en locked box-dato, der ligger kort tid efter signing, begrænses dette problem. Ulempen ved denne hybrid er dog netop, at equity value ikke fastsættes ved signing. Ud fra sælgers perspektiv bliver det dermed vanskeligt sammenligne konkurrerende bud i en auktionsproces. Ydermere risikerer parterne tidskrævende diskussioner om locked box-regnskaberne i perioden efter signing, hvormed en væsentlig fordel ved locked box-mekanismen går tabt.

at nye nærtstående parter forventes at levere tjenesteydelser/foretage leveringer i locked box-perioden, bør parterne beskrive i overdragelsesaftalen, hvorledes sådanne ydelser skal prissættes.

Den pågående køber vil forlange, at leakage-definitionen omfatter enhver betaling (selv hvor det ikke kan bevises, at betalingen ikke sker på markedsvilkår) til sælger eller sælgers nærtstående parter, som man ikke er bekendt med, eller som ikke var forventet ved underskrivelsen af overdragelsesaftalen. På den måde kan risikoen for leakage og dermed de ressourcer, der bruges til at bekræfte potentiel leakage, mindskes betydeligt. En sådan bestemmelse er dog ikke nødvendigvis

rimelig i alle transaktioner, især ikke hvis det er vanskeligt at fastlægge nøjagtigt hvilke koncerninterne ydelser/leveringer, der er nødvendige for den handlede virksomhed i locked box-perioden.

For at sikre købers interesser skal overdragelsesaftalen indeholde en ret for køber til at kræve erstatning i tilfælde af leakage uden nogen bagatelgrænser eller begrænsninger. Desuden bør køber kræve, at sælger ved closing erklærer og garanterer, at der ikke er sket leakage (ud over eventuel tilladt leakage, jf. nedenfor). Køber skal særligt undgå, at sælger alene giver garantier for fravær af leakage, da sådanne garantier ofte er underlagt en række begrænsninger..



Køber bør være opmærksom på den potentielle risiko for værdi-leakage på baggrund af ændringer i prisniveauet på nærtstående parter transaktioner fra locked box-datoen til datoen for closing. Såfremt nærtstående parter transaktioner ikke er foretaget på armslængdevilkår fra locked box-datoen til datoen for closing, bør den tilsvarende anslåede over-/underpris afspejles i den endelige købesum.

4.2 Tilladt leakage

Som nævnt ovenfor kan der være situationer, hvor transaktioner, som kunne udgøre leakage, skal kunne foretages i locked box-perioden. Sådanne transaktioner vil blive stemplet som tilladt leakage (*permitted leakage*) i overdragelsesaftalen, og der kan være forskellige årsager til at tillade disse transaktioner.

En køber er typisk ikke interesseret i at overtage likvide beholdninger i den handlede virksomhed, idet køber så også skal opnå akkvisitionsfinansiering for at købe disse likvide beholdninger (*cash for cash*). Køber foretrækker derfor ofte, at overskydende likvider trækkes ud af den handlede virksomhed før closing. Derfor åbner locked box-overdragelsesaftaler ofte mulighed for udlodning af udbytte i locked box-perioden – hvad enten dette er besluttet før eller efter datoen for signing. I sådanne tilfælde reducerer parterne købesummen med det udbytte, der udloddes. Disse aftaler vil typisk være lidt til købers fordel, idet der typisk kun betales rente på den således reducerede købesum fra locked box-datoen, til trods for at den handlede virksomhed først vil udlodde et sådan udbytte på et senere tidspunkt i locked box-perioden.

Selvom køber ikke har noget imod at overtage visse likvide beholdninger, kan negative skattemæssige konsekvenser eller eventuelle minoritetskapitalejerers interesser ligeledes gøre det nødvendigt at trække likvider ud af den handlede virksomhed.

4.3 Nærtstående parter

Definitionen af de nærtstående parter, hvortil der ikke må ske leakage, bør sædvanligvis være så bred som muligt. Definitionen bør ikke kun omfatte enheder i sælgers koncernvirksomheder, men også de endelige kapitalejere, direktører og ledelsen. I reglen omfatter definitionen også enhver person, som er ovennævntes nærtstående, typisk med henvisning til en dækkende juridisk definition af "nærtstående parter" i gældende konkurs- og/eller selskabsret.

4.4 Normalisering af nærtstående parter transaktioner fra locked box-datoen

Den beregnede enterprise value er ofte baseret på en værdiansættelsesmodel, der afspejler den handlede virksomheds stand-alone EBITDA-niveau (resultat før renter, skat og afskrivninger) eller cash-flows, idet det antages, at alle transaktioner foretaget af nærtstående parter tilpasses armslængdevilkår. Hvis fx den handlede virksomhed har modtaget visse ydelser fra koncernselskaber, er disse måske ikke på armslængdevilkår i det nuværende organisatoriske set-up. Efter closing af handlen skal den handlede virksomhed dog ofte insource eller købe de samme ydelser eksternt og til markedspriser. Derfor vil køber være nødt til at regulere det forventede EBITDA og frie likvider til et normalt niveau, der afspejler den handlede virksomheds fremtidige indtjening. Det kan både have positive og negative konsekvenser for værdiansæt-

telsen, når transaktioner med nærtstående parter normaliseres, alt afhængigt af ydelsernes/produkternes beskaffenhed, og om der er taget for meget eller for lidt herfor sammenlignet med markedsvilkår.

Køber bør være opmærksom på den potentielle risiko for værdi-leakage på baggrund af ændringer i prisniveauet på nærtstående parter transaktioner fra locked box-datoen til datoen for closing. Såfremt nærtstående parter transaktioner ikke er foretaget på armslængdevilkår fra locked box-datoen til datoen for closing, bør den tilsvarende anslåede over-/underpris afspejles i den endelige købesum.

4.5 Bestemmelser om udøvelse af virksomhed

I transaktioner, hvor betingelser for closing skal opfyldes i perioden mellem signing og closing, vil overdragelsesaftalen indeholde bestemmelser om den handlede virksomheds drift (*conduct of business*) i løbet af denne periode. Bestemmelserne er typisk standardbetingelser og kræver i bund og grund, at sælger sikrer, at den handlede virksomhed i perioden fra signing til closing udøves normalt og i overensstemmelse med hidtidig praksis. I en closing accounts-transaktion har bestemmelserne til hensigt at sikre, at den virksomhed, som overtages ved closing, i enhver henseende er den samme virksomhed, som den køber vurderede i løbet af due diligence, og som bestod ved signing. Med forbehold for konkurrenceretlige begrænsninger kan parterne aftale særlige afvigelser fra tidligere praksis, men generelt er formålet med bestemmelserne at sikre, at alt foregår, som det plejer.

I en locked box-transaktion har disse bestemmelser et yderligere formål, som er mindst lige så vigtigt. I disse transaktioner skal køber være meget omhyggelig med at sikre, at nettoindtægterne i locked box-perioden (mindst) svarer til købers forventninger, idet køber overtager den handlede virksomhed med økonomisk virkning fra locked box-datoen. Den traditionelle definition af leakage omfatter udelukkende pengestrømme til sælger og sælgers nærtstående parter. Definitionen dækker i sig selv ikke eventuelle andre pengestrømme i virksomheden, som ikke nødvendigvis måtte være forretningsmæssigt begrundet.

Ligesom ved leakage-bestemmelser bør køber kræve, at sælger ved closing erklærer og garanterer, at den handlede virksomheds drift har været i overensstemmelse med de vedtagne bestemmelser om virksomhedens udøvelse indtil closing. Desuden bør køber forsøge at opnå beskyttelse i form af skadesløsholdelse for eventuel misligholdelse uden nogen form for bagatelgrænser eller andre begrænsninger.

4.6 Gennemgang af eventuel leakage efter closing

Køber vil kræve købesummen reguleret i forhold til enhver tilladt leakage, som foretages i locked box-perioden i det omfang denne leakage ikke allerede er indregnet i den aftalte købesum. I forbindelse med ikke-tilladte leakage-transaktioner forventer køber at blive beskyttet i form af skadesløsholdelse. Oftest er det aftalt, at køber har op til et

halvt år efter closing til at gennemgå, identificere og fremsætte krav i tilfælde af ikke-tilladte leakage-transaktioner, og ofte oprettes en depoteringskonto til sikring af købers eventuelle garanti- og leakage-krav.

5. Øvrige relevante forhold

5.1 Due diligence-gennemgang af locked box-balancen

Købere bør kun acceptere en locked box-mekanisme, såfremt der kan opnås en høj grad af sikkerhed for, at de regnskabsoplysninger, som leveres af den handlede virksomhed, er af høj kvalitet og pålidelige set ud fra et regnskabsmæssigt perspektiv. Balancen, som virksomheden vurderes på baggrund af, bør være genstand for en grundig due diligence. En køber ønsker følgende:

- Høj datakvalitet (helst revideret);
- Aktuelle/opdaterede regnskabsoplysninger (også for perioden efter locked box-datoen);
- Gennemsigtighed vedrørende eventuelle transaktioner mellem virksomheden og nærtstående parter (herunder koncernforbundne selskaber og ejere);
- Adgang for due diligence-teamet til data og medarbejdere (typisk via et datarum og Q&A-møder med sælger);
- I større transaktioner stiller sælger ofte finansielle og juridiske "Ven-dor due diligence rapporter" til rådighed for køber. Disse rapporter bør indeholde en grundig analyse og forklaring af locked box-balancen samt analyser af transaktioner med nærtstående parter, samt redegørelse for resultatudviklingen (*current trading*) siden locked box-datoen.

5.1.1 Kvalitetskrav til locked box balancen

Locked box-balancen skal være regnskabsmæssigt solid, og balancen skal afspejle virksomhedens operationelle og regnskabsmæssige set-up som en stand-alone enhed. Dette kræver, at arbejdskapitalen og net-togælden for virksomheden specificeres, så påvirkningen af købesummen kan vurderes.

Hvis virksomhedens operationelle struktur ikke svarer til den regnskabsmæssige rapportering, vil det ofte være vanskeligt og meget ressourcekrævende at udarbejde en retvisende balance. I så fald er en locked box-struktur sjældent velegnet, selvom hybrid-mekanismer dog kan afbøde nogle af problemerne, jf. nærmere i pkt. 5.1.2.

Et andet væsentligt krav er, at de interne systemer muliggør, at samtlige transaktioner i locked box-perioden kan registreres separat. Dette kræver følgende:

- Som minimum bør virksomhedens likvider være indsat på en separat bankkonto;
- Virksomhedens passiver (og betaling af forfaldne forpligtelser) skal kunne identificeres særskilt (ikke baseret på allokeringssøgler);

- Betalinger bør foretages via en særskilt bankkonto eller foretages på koncernbasis med et robust spor til de enkelte poster, der betales/afregnes.
- Virksomhedens omkostninger specificeres og bogføres særskilt (selvstændig bogføringskreds),
- Virksomheden belastes ikke af væsentlige koncernomkostninger, som ikke baserer sig på specifikke, rimelige og efterviselige aftaler og fakturaer.

Alt i alt virker locked box-mekanismen generelt bedst for (i) driftsmæssigt uafhængige enheder (*stand alone*), (ii) enheder med selvstændige regskabssystemer, og/eller (iii) enheder med få transaktioner med nærtstående parter (herunder koncernselskaber) efter locked box-datoen.

5.1.2 Carve out-transaktioner

Ved en carve out-transaktion forstås en transaktion, hvor den handlede virksomhed ved signing er ejet af et selskab, som driver anden væsentlig virksomhed, og hvor det derfor er nødvendigt at overdrage selve virksomheden med aktiver og passiver, enten forud for eller pr. closing. I en carve-out transaktion bør det sikres, at virksomhedens aktiver defineres entydigt og omfatter samtlige aktiver, som er nødvendige for den fortsatte drift.

Hvis de handlede aktiver skal "carves ud" af sælgers virksomhed, er det sværere at definere, overvåge og kontrollere tilladte og ikke-tilladte transaktioner (leakage) frem mod closing. Endvidere eksisterer der ofte ikke en selvstændig stand-alone balance i carve out-situationer. I disse tilfælde vil det ofte være nødvendigt at estimere stand alone-balancen for de handlede aktiver ved at benytte allokeringssøgler og andre antagelser, hvilket mindsker datakvaliteten. Endvidere vil det ofte være uklart om transaktioner har været på armslængdevilkår (markedsvilkår). Alt i alt er locked box-mekanismen derfor mest almindelig i transaktioner, hvor den handlede virksomhed er en uafhængig stand-alone enhed.

5.1.2.1 Locked box-modeller i carve out-transaktioner

På trods af ovennævnte ulemper er det naturligvis muligt at anvende locked box-strukturer i carve out-situationer, særligt når antallet af transaktioner med sælgers koncern efter locked box-datoen er begrænset. I de fleste situationer kræver dette, at eventuelle omstruktureringer er afsluttet før locked box-datoen, og at passende systemer er på plads til at sikre, at alle virksomhedens indtægter og tab samt balanceposter er særskilt identificeret og bogført. Hvis der ikke findes en revideret uafhængig balance, bør locked box-balancen som minimum være veldokumenteret med en solid opgørelse af alle koncerninterne transaktioner samt transaktioner med nærtstående parter. Disse bør optimalt set være gennemgået af virksomhedens revisor.



Køber bør være opmærksom på den potentielle risiko for værdi-leakage på baggrund af ændringer i prisniveauet på nærtstående parter transaktioner fra locked box-datoen til datoen for closing. Såfremt nærtstående parter transaktioner ikke er foretaget på armslængdevilkår fra locked box-datoen til datoen for closing, bør den tilsvarende anslåede over-/underpris afspejles i den endelige købesum.

Hvis sælger ønsker sikkerhed for equity value og derfor kræver anvendelse af en locked box-struktur i en carve-out transaktion, så anvendes fra tid til anden en hybrid, hvor udgangspunktet er en locked box-mekanisme, som dog kan ændres til en closing account-mekanisme, såfremt visse aftalte økonomiske nøgletal (ofte relateret til cash flow/likvider, overskud, arbejdskapital, osv.) flytter sig uden for et aftalt interval, jf. afsnit 3.4.2. Denne hybrid giver sælger sikkerhed omkring prisniveauet, så længe omstændighederne ikke ændrer sig for meget sammenlignet med de oprindelige forventninger. Ydermere giver det køber en vis tryghed for, at risikoen begrænses.

Der ses også mekanismer, hvor der fastlægges en mekanisme for udarbejdelse af locked box-balancen, og der dermed sker en fastlæggelse af equity value, pr. en dato, som ligger efter signing, jf. afsnit 3.4.1. En sådan model kan ligeledes med fordel benyttes i en carve out-situation, hvor der ønskes opgørelse pr. en dato, som ligger forud for closing.

5.1.3 Undgå fremskyndede indtægter og udskudte omkostninger

I alle virksomhedsoverdragelser er det vigtigt for køber at sikre sig, at indtægter ikke er blevet fremskyndet, og at omkostninger og investeringer ikke er blevet udskudt for at optimere den samlede købesum.

I en locked box-transaktion bør det sikres, at den handlede virksomhed ikke har fremskyndet indtægter eller udskudt omkostninger og investeringer pr. locked box-datoen. I en closing accounts-mekanisme er fokus på closing-datoen.

Generelt bør køber kræve, at overdragelsesaftalen indeholder garantier og skadesløsholdelser, som sikrer køber mod sådanne manøvrer.

5.2 Kompensation for udskudt betaling

5.2.1 Kompensation for tidsværdi af penge eller for forventet overskud

Køber påtager sig reelt de økonomiske risici og fordele ved ejerskab af virksomheden pr. locked box-datoen. I det omfang resultatet mellem denne dato og closing øger værdien af nettoaktiverne eller virksomhedens likvide beholdning, nyder køber godt heraf uden yderligere vederlag.

Sælger vil naturligvis være interesseret i kompensation som følge af denne forskydning mellem det økonomiske overdragelsestidspunkt (locked box-datoen) og modtagelsen af købesummen (closing). Det er imidlertid meget sjældent hensigtsmæssigt at anvende en variabel prisregulering, der afhænger af indtjeningen i perioden. En sådan regulering vil reelt konvertere locked-box'en til en closing accounts-mekanisme og medføre samme ulemper.

Undertiden ses det, at man – særligt i auktionsprocesser – beder

potentielle købere tage højde for forskydningen i deres prissætning af virksomheden. Dermed stoler sælger på, at konkurrencesituationen skaber den højst mulige værdi, også uden selvstændig kompensation for indtjening/kreditgivning i locked box-perioden. Dette fører til en vis vilkårlighed, da forskydningens betydning i sagens natur afhænger af datoen for closing. Denne dato kan ikke altid forudses med sikkerhed, og det kan fx virke urimeligt for en sælger, hvis locked box-perioden forlænges med flere måneder uden nogen rentekompensation til sælger.

Meget ofte bliver sælger kompenseret for at drive virksomheden ved en på forhånd aftalt forrentning af equity value, eller ved en aftalt kompensation for den forventede indtjening eller cash flow i locked box-perioden. Denne kompensation kan anskues enten som et udtryk for en forrentning af equity value eller som en erstatning til sælger for den ikke-modtagne indtjening i locked-box perioden.

Ved aftalt forrentning vil rentesatsen naturligvis afhænge af forhandlingspositionen, men tillige af det forventede afkast af investeringen. Den aftalte rentesats er ofte baseret på en benchmark-rente (fx CLIBOR, LIBOR eller EURIBOR og ofte 3- eller 6-måneders-renten) plus et rentetillæg. Renten betales af køber som et tillæg til købesummen på closing.

Uanset den valgte kompensationstype bør tillægget under ingen omstændigheder overstige de anslåede cash flows i locked box-perioden. Hvis køber accepterer at betale et rentetillæg, bør det som minimum sikres, at den aftalte kompensation ikke overstiger cash flow i locked box-perioden efter pålidelige prognoser.

Den aftalte kompensation er et forhandlingsspørgsmål. Både køber og sælger bør være trygge ved cash flow-prognoser. Jo længere locked box-periode og jo mere volatilt og uforudsigeligt virksomhedens cash flow er, desto sværere vil det være at blive enige om en fair rentesats. I sådanne tilfælde vil en køber ofte kræve en reduceret rente som følge af den risiko, der er forbundet med fremtidige cash flows.

5.2.2 Stigende renteniveau som motivation for tidlig closing

Især uden for Skandinavien ses det ofte, at sælger bliver utilstrækkeligt kompenseret for indtjeningen i locked box-perioden. Derfor vil en sådan sælger ofte forsøge at gøre locked box-perioden så kort som mulig. En til tider anvendt løsning er en stigende rentesats gennem locked box-perioden (fx en trappe med 2%, 4%, 6% p.a., osv. for hver måned efter closing). Nogle gange indtræder rentestigningen først efter den oprindeligt forventede closing-dato. Dermed får køber – som typisk kan og skal sikre closing-betingelsernes opfyldelse – et stærkt incitament til at fremskynde opfyldelsen af sådanne betingelser.

5.3 MAC-klausuler (material adverse change) og andre tilbage-trædelsesmuligheder

5.3.1 Købers ret til at gå fra handlen

Et af de vigtigste forhold for en sælger, når en overdragelsesaftale skal underskrives, er at opnå sikkerhed for handlens gennemførelse (*deal certainty*). Dette forhold er vigtigt i næsten alle handler, og er naturligvis afgørende i strukturerede salgsprocesser, hvor adskillige tilbudsgivere er involveret. I det øjeblik en sælger underskriver en overdragelsesaftale, vil sælgeren typisk være bundet af handlen, og alene bekendtgørelsen af handlen vil have betydelige konsekvenser både internt og eksternt. En sælger og dennes professionelle rådgivere vil derfor forlange, at enhver mulighed for køber for at gå fra handlen begrænses, især enhver mulighed, som ikke kan kontrolleres eller vurderes tilstrækkeligt af sælger ved underskrivelsen af overdragelsesaftalen.

På den anden side vil køber ofte være interesseret i beskyttelse mod at blive tvunget til at overtage en virksomhed, der er i betydeligt dårligere tilstand, end køberen vurderede frem mod signing. Købers risiko i den forbindelse vil naturligvis vokse i det omfang closing af overdragelsesaftalen er betinget af flere forhold. Dette gælder især fusionskontrolgodkendelse eller anden offentlig godkendelse, som ofte kan tage adskillige måneder.

Som yderligere behandlet nedenfor skal sælger i en locked box-transaktion være påpasselig med at give køber ret til at gå fra handlen i andre tilfælde, end ved manglende opfyldelse af betingelserne for closing.

5.3.2 MAC-klausuler

For at mindske risikoen beskrevet ovenfor vil køber nogle gange forlange, at der indsættes en klausul i overdragelsesaftalen, der giver køber ret til at opsiges overdragelsesaftalen forud for closing, såfremt der opstår væsentlige negative ændringer (*material adverse change* eller, forkortet, *MAC*) i den handlede virksomhed og dennes forretningsgrundlag. Disse MAC-klausuler kan være snævre og udelukkende henvise til markante ændringer i den handlede virksomheds egne aktiviteter eller inden for tydeligt definerede områder (fx vedrørende væsentlige anlægsaktiver eller, hvor relevant, væsentlige immaterielle rettigheder). MAC-klausuler kan også være brede og tillade køber frit at opsiges overdragelsesaftalen i tilfælde af væsentlige negative ændringer, der skyldes den samfundsøkonomiske udvikling, markedsudviklingen, udviklingen på de finansielle markeder eller andet.

Sælger vil naturligvis være utilbøjelig til at acceptere MAC-klausuler i nogen som helst typer handler, hvad enten disse er snævre eller af mere bred karakter. Hvis sælger accepterer disse klausuler, betyder det, at sælger udsætter sig for en risiko for handlens manglende gennemførelse i tilfælde af negative ændringer i perioden mellem signing

og closing. Som angivet ovenfor, vil det typisk have alvorlige konsekvenser for sælger at opgive en indgået handel, end det vil for køber. I en locked box-transaktion vil sælger udsætte sig selv for en endnu større risiko ved at acceptere sådanne klausuler, idet køber får det økonomiske overtag fra locked box-datoen. Såfremt der er stærke tegn på reducerede indtægter eller negative ændringer fra locked box-datoen, vil en køber med MAC-beskyttelse være endnu mere tilbøjelig til at gøre brug af en sådan klausul eller presse sælger til at acceptere forringede vilkår ved at true med at gøre brug af klausulen. Selv for en loyal køber kan det vise sig at være næsten umuligt for købers repræsentant at risikere closing af en overdragelsesaftale med en MAC-klausul i tilfælde af, at indtægterne i locked box-perioden er betydeligt lavere end forventet. Købers forskellige interessenter kan med rette spørge, hvorfor køber ikke påberåbte sig MAC-klausulen (eller hvorfor den ikke blev brugt som pressionsmiddel) i en sådan situation. Den forsigtige køberrepræsentant kan derfor ofte ikke se andre alternativer end at gøre brug af MAC-klausulen i sådanne situationer.

Sælger kan på den anden side være sikker på, at køber ikke påberåber sig MAC-klausulen, såfremt udviklingen i locked box-perioden positivt overstiger forventningerne ved signing.

5.3.3 Forklædte MAC-klausuler

MAC-klausuler bruges traditionelt meget oftere på det amerikanske marked (hvor det er almindelig praksis) end de bliver på det europæiske M&A-marked. Derfor ses MAC-klausuler ofte i forskellige forklædninger på det europæiske marked, hvor markedsdeltagerne er mere tilbøjelige til at afvise regulære MAC-klausuler.

Typisk afgives garantier med virkning fra signing, og kun visse garantier afgives pr. closing. En forklædt MAC-klausul (*backdoor MAC*) kan bestå i, at sælger i overdragelsesaftalen garanterer en bestemt tilstand eller stand af aktiverne, markeder, salgsomsætning, kontrakter, rettigheder eller andre omstændigheder ved closing.

Såfremt sælger fx garanterer, at sælgers aktiver er i samme stand og har den samme kvalitet, eller at aftalemæssige forhold ikke er forringet, kan gentagelsen af sådanne garantier ved closing have samme effekt som en MAC-klausul. Især hvis overdragelsesaftalen foreskriver, at closing ikke kan finde sted, såfremt en sådan garanti svigter, herunder hvis sælger ikke kan genbekræfte (*bring down*) en sådan erklæring eller garanti på closing.

Idet køber har endnu større incitament til at gå fra en handel i tilfælde af negative ændringer i en locked box-transaktion, bør sælger nøje overveje, hvilke garantier der gives ved closing i en sådan transaktion. Sælger bør søge at begrænse garantierne, som afgives med virkning fra closing, idet sælger ofte ikke er i stand til at sikre, at alle garantier nødvendigvis er korrekte pr. closing. Hvis dette ikke kan accepteres af køber, bør parterne overveje, om der er andre måder, hvorpå risici kan mindskes, fx ved hjælp af M&A-forsikring, earn-outs, yderligere



Når først en handel er indgået, har parterne normalt en fælles interesse i at sørge for, at betingelserne for closing bliver opfyldt så hurtigt som muligt. I tilfælde af en negativ udvikling kan dette dog ændre sig, især i locked box-transaktioner. Både af den grund og for generelt at skabe transaktionssikkerhed, bør sælger forsøge at undgå eventuelle betingelser, hvis opfyldelse kontrolleres helt eller delvist af køber.

undersøgelser eller aftaler om strenge rammer for driften i locked box-perioden.

5.3.4 Købers øvrige muligheder for at gå fra handlen

En overdragelsesaftale, specielt ved en stor transaktion, er ofte underlagt en række betingelser for gennemførelse af handlen. Disse betingelser kan omfatte fusionskontrolgodkendelse eller andre offentlige godkendelser (skat, overførelstilladelse, valutakontrol osv.) samt godkendelser fra tredjemand, hvad enten det er den handlede virksomheds vigtige forretningsforbindelser, finansieringskilder eller andre interessenter som ledelsen og kapitalejere. Almindeligvis vil en part være underlagt en ganske streng forpligtelse til at sørge for, at de betingelser, for hvilke parten er ansvarlig, bliver opfyldt.

Når først en handel er indgået, har parterne normalt en fælles interesse i at sørge for, at betingelserne for closing bliver opfyldt så hurtigt som muligt. I tilfælde af en negativ udvikling kan dette dog ændre sig, især i locked box-transaktioner. Både af den grund og for generelt at skabe transaktionssikkerhed, bør sælger forsøge at undgå eventuelle betingelser, hvis opfyldelse kontrolleres helt eller delvist af køber.

De typiske betingelser for closing, som kan være risikofyldte for sælger i en locked box-transaktion, er krav om bestyrelsesgodkendelse og finansieringstilsagn. Hvis køber ikke ønsker at gennemføre closing, vil en køber ofte kunne undgå at opfylde disse betingelser. Sælger bør også være forsigtig med at acceptere betingelser om fusionskontrol uden en væsentlig forpligtelse for køber til at medvirke til at ansøge om og opnå godkendelse (herunder eventuelt ved accept af tilsagn over for konkurrencemyndighederne). Dette gælder især hvis den handlede virksomheds og købers markeder er identiske eller overlapper hinanden. Det samme gælder for eventuelle offentlige godkendelser, som kræver, at køber yder særskilte sikkerheder eller giver tilsagn; disse bør udelukkende accepteres, hvis køber forpligter sig til at acceptere i hvert fald forventede krav om sikkerheder og tilsagn.

I forbindelse med transaktioner med udenlandske købere, især fra *emerging markets*, bør den forsigtige sælger nøje overveje, i hvilket omfang denne skal acceptere at tilladelser fra lokale valutakontrolmyndigheder, centralbanker eller andre myndigheder skal udgøre betingelse(r) for closing. Ofte er godkendelsesprocedurerne ikke gennemsigtige, og det kan ikke helt udelukkes, at købere – i nogle jurisdiktioner – kan have indflydelse på processen i begge retninger. Såfremt disse godkendelser kræves, bør de enten indhentes før signing eller der bør, hvis det ikke er muligt, fastsættes en (meget) kort frist for indhentelsen heraf for at sikre, at købers mulighed for at gå fra handlen bortfalder så hurtigt som muligt, også gerne inden der sker offentliggørelse af transaktionen (herunder ved konkurrenceanmeldelse).

5.4 Sambeskatningsforhold¹

Dansk skattelovgivning foreskriver, at alle indkomstperioder skal beskattes, og at forpligtelsen til at sikre overholdelse af skattepligten påhviler det enkelte selskab. Hvor det enkelte selskab er underlagt den danske obligatoriske sambeskatningsordning, vil den umiddelbare hæftelse imidlertid være hos administrationsselskabet i sambeskatningskredsen.

Locked box-mekanismen medfører en række udfordringer i forhold til at definere de skattemæssige konsekvenser af transaktionen i overdragelsesaftalen samt til at håndtere de forventede og, ikke mindst, uventede skattemæssige konsekvenser før signing.

Locked box-datoen er aftalt og fastsat mellem parterne, mens de gældende skatter relevante datoer og forpligtelser i indkomståret følger lovgivningen. De af parterne fastsatte datoer er ikke nødvendigvis sammenfaldende med de efter lovgivningen gældende. De skattemæssige konsekvenser heraf bør derfor nøje overvejes og behandles i overdragelsesaftalen.

Som nærmere illustreret i figuren kan locked box-perioden overlappe den indkomstperiode fra begyndelsen af indkomståret, hvor sælger hæfter for indkomstskatter relateret til den handlede virksomhed og frem til closing.

Som følge af dette overlap, er det nødvendigt at forholde sig til perioden fra locked box-datoen til closing, da der i modsat fald kan være tale om leakage i henhold til overdragelsesaftalens definitioner.

5.4.1 Generelt om sambeskatning

Administrationsselskabet i en dansk sambeskatningskreds hæfter som udgangspunkt over for de danske skattemyndigheder for indkomstskatter vedrørende selskaberne i sambeskatningskredsen, men dette betyder ikke, at et datterselskab herved er fritaget for hæftelse, idet selskabet vil have en subsidær hæftelse for dets egne forpligtelser. Inden for sambeskatningskredsen er hvert selskab endvidere underlagt en solidarisk hæftelse over for de danske skattemyndigheder for indkomstskattekrav mod ethvert selskab i sambeskatningskredsen.

Ved closing vil et handlet selskab, der indgår i en sambeskatning, forlade sambeskatningskredsen og blive en del af købers sambeskatningskreds, forudsat at køber eller købers datterselskaber opfylder kravene til sambeskatning efter selskabsskatteoven. Det skal bemærkes, at hvis en transaktion omfatter alle selskaber i en dansk sambeskatningskreds, er der ingen specifikke locked box-overvejelser i forhold til de danske sambeskatningsregler.

Når et handlet selskab ved closing forlader en tidligere sambeskatningskreds, fritages selskabet for den solidariske hæftelse inden for sambeskatningskredsen, og bliver herefter kun ansvarlig for egne skatteforpligtelser. I forbindelse med udtræden skal der udarbejdes en delårsopgørelse, der dækker perioden fra begyndelsen af indkomståret frem

til closing-datoen, og det handlede selskab skal udarbejde endnu en indkomstopgørelse, der dækker perioden fra closing-datoen frem til slutningen af indkomståret. Hæftelsen for indkomstskatter i delårsperioden samt i tidligere perioder, hvor selskabet har været en del af en tidligere sambeskatningskreds, forbliver hos selskabet og hele den tidligere sambeskatningskreds, hvorimod selskabet ikke længere er hæftende for indkomstskatter hos de øvrige selskaber i den tidligere sambeskatningskreds.

Locked box-datoen har som sådan ingen indflydelse på det handlede selskabs skattemæssige forpligtelser eller hæftelse, idet hæftelsen og forpligtelserne følger det juridiske ejerskab af den underliggende aktie. Således kan det økonomiske ejerskab overgå til køber fra locked box-datoen, uden at det herved påvirker det juridiske/skattemæssige ejerskab. Derfor vedbliver det handlede selskab at være i den samme sambeskatningskreds frem til closing, idet hæftelsen tillige forbliver i sambeskatningskredsen.

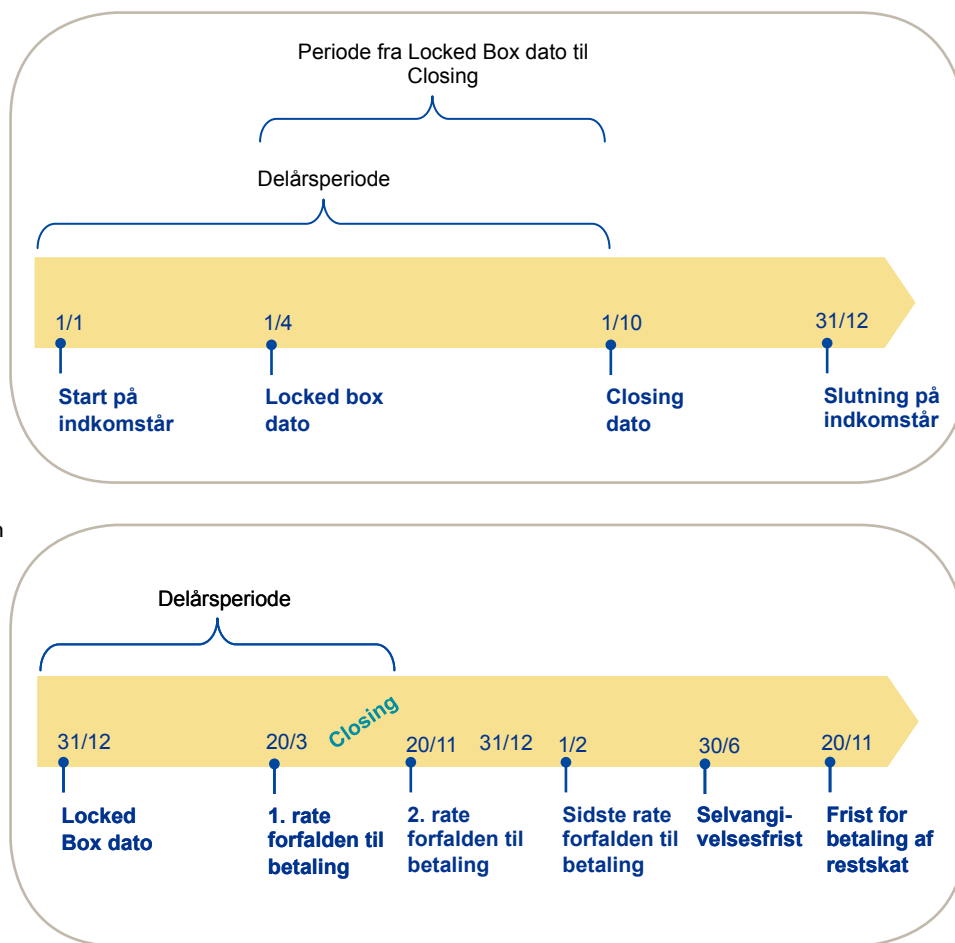
Som det er illustreret nedenfor, betales den forventede faktiske skat for indkomståret i to rater med en yderligere rate i det efterfølgende indkomstår. Den endelige skatteopgørelse for det aktuelle indkomstår fastsættes i november i indkomståret efter det aktuelle indkomstår.

Hvor en locked box-dato eksempelvis aftales og fastsættes til den 31. december 2014, kan der gå næsten 22 måneder før den endelige faktiske skat for indkomståret 2015 er forfalden i november 2016. For at undgå den iboende udskydelse af den endelige betaling af skatter i relation til delårsperioden – altså under sælgers hæftelse – bør overdragelsesaftalens skatteafsnit vedrørende sambeskatning indeholde en endelig dato og beregningsmetode efter closing, hvorved det handlede selskabs forventede og endelige skattetilsvær for indkomståret/delårsperioden fastsættes.

5.4.2 Sambeskatningsbidrag

De danske sambeskatningsregler tillader selskaberne i sambeskatningskredsen at udnytte eventuelle skattemæssige underskud i ét selskab mod skattepligtig indkomst i et andet. Som betaling for en sådan udnyttelse af underskud betales der herefter et sambeskatningsbidrag svarende til skatteværdien af det udnyttede underskud til det sambeskattede selskab, der afgav underskuddet.

I praksis vil der sjældent være tvivl om, at betaling af skyldige indkomstskatter hos det handlede selskab til administrationsselskabet vil



være tilladt under overdragelsesaftalen. Samme adgang vil imidlertid ikke altid være aftalt for sambeskatningsbidrag.

I relation til leakage-definitionen i overdragelsesaftalen bør denne således som udgangspunkt indeholde bestemmelser, der tillader, at der mellem det handlede selskab og de øvrige sambeskattede selskaber kan ske betaling af sambeskatningsbidrag, uden at det herved skaber misligholdelse af overdragelsesaftalen. Dette gælder for delårsopgørelsen men tillige for tidligere indkomstperioder, idet det handlede selskab enten kan have udnyttet eller afgivet skattemæssige underskud til andre sambeskattede selskaber.

Som udgangspunkt vil/kan sambeskatningsbidrag afregnes mellem sambeskattede selskaber hen over indkomståret, og procedurene herfor kan aftales mellem selskaberne. I det tilfælde, at sambeskatningsbidrag imidlertid måtte være undtaget fra definitionen af til-ladte transaktioner hen over locked box-datoen, vil der således være tale om en ikke-godkendt overdragelse, hvilket kan medføre påstået misligholdelse.

5.4.3 Delårsopgørelsen

Hovedreglen er, at sælger har fuld kontrol over den skattemæssige opgørelse af skattepligtig indkomst i det handlede selskab frem til den juridiske overgang af den underliggende aktie til køber, og at sælger i forlængelse heraf som udgangspunkt udarbejder delårsopgørelsen for perioden indtil closing. Dette betyder, at sælger har mulighed for at indrette den skattemæssige behandling af det handlede selskabs



Der er ingen klar definition på de handlinger og aftaler, der udgør en (ulovlig) præ-implementering. Myndigheder foretager typisk en generel vurdering, hvor de anvender tre forskellige kriterier: (i) om handlingen udføres på grund af fusionen, (ii) om handlingen kan omstødes og (iii) om handlingen påvirker det relevante marked. Hvis alle ovenstående spørgsmål besvares med et ja, vil der med stor sandsynlighed være tale om (ulovlig) præ-implementering.

aktiver efter hvad der vurderes mest hensigtsmæssigt for sælgers sam-beskatningskreds og dermed ikke nødvendigvis i købers interesse.

Idet det står parterne frit for at aftale andet, herunder at køber ud-arbejder delårsopgørelsen, har parterne mulighed for at undgå util-sigtede negative konsekvenser ved som det mindste at aftale princip-perne for opgørelsen af den skattepligtige indkomst i delårsopgørelsen – og for den sags skyld også i den forudgående indkomstperiode, i det omfang der ikke er selvangivet. Herved undgås det, at den part, der er ansvarlig for udarbejdelsen af delårsopgørelsen, uforvarende anvender principper, der måtte være i strid med det mellem parterne forudsatte.

Til illustration kan sælger i en sambeskatningskreds med skattemæs-sige underskud til fremførsel have et incitament til at begrænse det handlede selskabs skattemæssige afskrivning inden for delårsperioden eller søge på anden måde at øge selskabets skattepligtige indkomst med henblik på at modregne sælgers skattemæssige underskud i sel-skabets positive skattepligtige indkomst. Som følge heraf vil sælger i så tilfælde modtage fuld fordel af sit udnyttede skatteaktiv. Det handlede selskab vil dog modsat opnå et højere afskrivningsgrundlag, men også en negativ likviditetsvirkning, som det almindeligvis vil tage flere år at genindvinde, efterhånden som det øgede afskrivningsgrundlag kan udnyttes under gældende skatteregler.

Således bør de skattemæssige principper, der skal anvendes i delårs-perioden, beskrives i overdragelsesaftalen, og parternes økonomiske modeller bør i alle tilfælde afspejle den tilsigtede skattemæssige be-handling i delårsperioden.

5.5 Fusionskontrol, begrænsninger

5.5.1 Anmeldelsespligt for fusioner

Visse virksomhedssammenlægninger – hvad enten det drejer sig om virksomhedsfusioner eller -opkøb – er i henhold til lovgivningen i de fleste jurisdiktioner, herunder EU og dets medlemslande (undtagen Luxembourg), underlagt kravet om fusionskontrolanmeldelse². Trans-aktioner, der er underlagt anmeldelsespligt, må typisk ikke gennem-føres, før der er opnået fusionskontrolgodkendelse, eller før gældende stand-still-perioder er udløbet.

Om transaktioner er anmeldelsespligtige afhænger i de fleste juris-diktioner af en kvantitativ test og ikke et kvalitativt skøn af transaktio-nens påvirkning på de relevante markeder. Anmeldelseskravene udlø-ses almindeligvis kun, såfremt visse omsætningsgrænseværdier over-skrides for henholdsvis den handlede virksomhed og køberkoncernen. De nationale grænseværdier i EU er lavere end EU-grænseværdierne, hvilket betyder, at større transaktioner er underlagt nationale love om fusionskontrol og de meget store transaktioner, der har en "fælles-skabsdimension", er underlagt EU's regler om fusionskontrol. Transak-tioner, der involverer købere i større koncerner, vil ofte helt automatisk

være omfattet af anmeldelsespligten, hvis den handlede virksomhed har en omsætning af en anelig størrelse.

Hvis grænseværdierne ikke nås, er der ingen krav om fusionskontrol-anmeldelse, og parterne kan fortsætte med closing – forudsat at der ik-ke gælder andre betingelser for closing. Hvis der for en transaktion ikke er andre relevante betingelser, kan signing og closing ske samme dag.

5.5.2 Præ-implementering

Hvis en transaktion skal anmeldes grundet omsætningens størrelse, kan transaktionen ikke gennemføres, før fusionskontrolgodkendelse er givet. Den vigtigste konsekvens er naturligvis, at parterne først kan fortsætte med den formelle closing af transaktionen, når godkendel-sen er givet. En fusion kan i visse jurisdiktioner anses som værende godkendt, hvis den relevante myndighed ikke foretager sig noget inden for et vist tidsrum (*stand-still* periode).

Der er et vigtigt aspekt ved fusionskontrolanmeldelsespligten, der of-te refereres til som præ-implementeringsforbuddet, eller, i mere jævne vendinger, forbuddet mod tyvstart (*jumping-the-gun*).

Historisk set har frygten for overtrædelse af præ-implementeringsfor-buddet måske ikke været voldsom. Nylige sanktioner har dog været endog meget strenge og bøder har beløbet sig til 20 millioner EUR i to nylige EU-sager³. Bøder af anelige størrelser er også blevet givet i henhold til national lov⁴. De høje bøder bekræftes af Den Europæiske Unions Domstol.

Bøder for at overtræde forbuddet kan i henhold til EU's fusionsforord-ning og lovgivningen i de fleste EU-medlemsstater beløbe sig til 10 pro-cent af købers og den handlede virksomheds samlede årlige omsætning.

Parter i større transaktioner skal derfor bruge lige så mange kræfter på at sikre, at de ikke tyvstarter, som de skal bruge på at indhente en fusionskontrolgodkendelse. Forebyggelse af præ-implementering er højt prioriteret i EU-Kommissionen.

Der er ingen klar definition på de handlinger og aftaler, der udgør en (ulovlig) præ-implementering. Myndigheder foretager typisk en generel vurdering, hvor de anvender tre forskellige kriterier: (i) om handlingen udføres på grund af fusionen, (ii) om handlingen kan omstødes og (iii) om handlingen påvirker det relevante marked. Hvis alle ovenstående spørgsmål besvares med et ja, vil der med stor sand-synlighed være tale om (ulovlig) præ-implementering. Det er dog ikke et krav, at alle tre spørgsmål kan besvares med et ja, før der er tale om præ-implementering. Handlinger kan for eksempel godt udgøre ulov-lig præ-implementering, selvom de kan omstødes.

Selvom der skal foretages et skøn fra sag til sag, kan der opridses visse retningslinjer. Den handlede virksomhed og køber må typisk ikke aftale nye leverancer af tjenesteydelser og/eller produkter mel-lem sig – hverken i stedet for eksisterende eller nye – på grund af fusionen. Dette betyder dog ikke, at parterne ikke internt må aftale priser, som skal gælde i aftaler for nærtstående parter i perioden fra



Hvis en transaktion skal anmeldes grundet omsætningens størrelse, kan transaktionen ikke gennemføres, før fusionskontrolgodkendelse er givet. Den vigtigste konsekvens er naturligvis, at parterne først kan fortsætte med den formelle closing af transaktionen, når godkendelsen er givet. En fusion kan i visse jurisdiktioner anses som værende godkendt, hvis den relevante myndighed ikke foretager sig noget inden for et vist tidsrum (*stand-still periode*).

signing- eller locked box-datoen, med det formål at kunne beregne købesummen og justeringer af denne. Sådanne aftaler vil ikke have ekstern påvirkning og vil ikke have virkning, hvis transaktionen ikke bliver til noget.

Den handlede virksomhed må typisk heller ikke udøve nogen form for bestemmende indflydelse over den handlede virksomhed, hvilket også betyder, at negativ indflydelse, såsom vetorettigheder, er forbudt. En standardbestemmelse for udøvelse af virksomhed (*conduct of business*) i closing-perioden vil dog ikke udgøre præ-implementering, så længe tiltaget kun er til for at sikre, at den handlede virksomhed ikke ændrer sig væsentligt i perioden mellem signing og closing.

Derudover må den handlede virksomhed ikke begynde at opsig eksisterende kontrakter (selvom disse kontrakter har lange opsigelsesvarsler, der først udløber efter closing), der skal erstattes af kontrakter med købers koncern efter closing.

Køber vil derfor kun have begrænsede muligheder for at påvirke driften og ledelsen i løbet af locked box-perioden, hvis fusionen er underlagt anmeldelsespligt. I tilfælde af anmeldelsespligtige transaktioner vil køber derfor påtage sig en større risiko ved at gå med til en locked

box-mekanisme, især hvis fusionskontrolgodkendelsen ikke er nem at opnå, fordi der f.eks. besiddes store markedsandele, og markederne er identiske eller tilsvarende/overlappende.

6. Brug af locked box

I Skandinavien er der i auktioner med flere bydere en stærkt stigende tendens til at anvende locked box-strukturer (herunder hybrider) som et alternativ til closing-balancer og prisjusteringer efter handelen. Locked box bruges formentlig oftere i større transaktioner i Skandinavien end de traditionelle closing account-mekanismer.

Vi er i Skandinavien nok mere vant til at arbejde med locked box-strukturer end andre steder (herunder især USA og Tyskland). Det er derfor risiko for, at udenlandske købere ikke er lige så bekendte med aspekterne ved en locked box som skandinaviske købere.

En gennemgang af større transaktioner i 2014-2015 viser, at locked box-mekanismer bruges i ca. 55% af disse transaktioner. I de forudgående 10 år blev locked box-mekanismer alene brugt i 40% til 45% af de større transaktioner.



Vi er i Skandinavien nok mere vant til at arbejde med locked box-strukturer end andre steder (herunder især USA og Tyskland). Det er derfor risiko for, at udenlandske købere ikke er lige så bekendte med aspekterne ved en locked box som skandinaviske købere.

7. Årsager til øget brug af locked box

7.1 Der er sandsynligvis flere grunde til den øgede brug af locked box-mekanismen. De vigtigste grunde skitseres herunder.

7.1.1 Lavere usikkerhed for køber

Generelt afhænger købers interesse i at acceptere locked box-mekanismer i høj grad af købers fremtidsudsigter. Den økonomiske krise og dens konsekvenser for virksomheder og handelsmarkeder er langsomt ved at fortage sig, og køberne bliver mere positive i deres syn på den fremtidige udvikling. Køberne føler sig derfor betydeligt mere trygge ved cash flow-udsigterne i løbet af locked box-perioden, og de mener antageligvis, at der kan være økonomiske fordele ved at overtage sådanne cash flows så tidligt som muligt. Da sælgere af forskellige årsager ofte vil foretrække anvendelse af en locked box, har købernes indstilling været central for den øgede brug af locked box i de senere år.

7.1.2 Bedre position for sælger

Købers reducerede usikkerhed er på sin vis forbundet med sælgers styrkede position i det nuværende marked, som ligeledes er en vigtig drivkraft for øget locked box-anvendelse. Sælgere vil på grund af en række forskellige årsager – hvoraf visse diskuteres i det følgende – ofte foretrække locked box. I kølvandet på finanskrisen har sælgerne fået en stadigt bedre position i salgsprocessen, hvor der ofte er flere interesserede byder, når en virksomhed bliver sat til salg.

7.1.3 Strukturerede processer er (igen) ved at blive standard

Under finanskrisen har brugen af strukturerede salgsprocesser været begrænset, dels på grund af manglen på potentielle købere, dels på grund af modviljen mod at pådrage sig de betydelige omkostninger, der er involveret i en sådan proces, i et scenarie, hvor der var en anseelig risiko for, at en transaktion ikke blev gennemført. Den strukturerede salgsproces er i løbet af de sidste tre år vendt tilbage som en foretrukken salgsform for større virksomheder på M&A-markederne.

Som nævnt ovenfor vil en sælger i en sådan proces forsøge at begrænse antallet af mulige stridspunkter, som kan opstå efter signing. En sådan sælger vil endda typisk forsøge at begrænse forhandlingen allerede efter at tilbudsgiverne har afgivet deres bindende bud. Sælgere (og deres professionelle rådgivere) ser i dette scenarie en stor fordel i at låse køber fast på købesummen, herunder i forvejen aftalte justeringer baseret på en godkendt overtagelsesbalance. Dette er en måde at undgå fremtidige forhandlinger om væsentlige forhold, i særdeleshed efter tildeling af eksklusivitet til den foretrukne byder. Hvis alle relevante oplysninger er blevet videregivet til de potentielle bydere forud for afgivelse af bindende bud, vil det være meget vanskeligt for en byder at skære i prisen efter at være blevet tildelt eksklusivitet.

Derudover vil brugen af locked box baseret på en udleveret og specificeret overtagelsesbalance ofte gøre det nemmere for sælger at sammenligne modtagne bud fra interesserede bydere. Sælger vil være i stand til at se, præcis hvilken købesum (herunder både enterprise og equity value), som hver byder er villig til at betale. Eneste variabel ville være de renter, der rent faktisk tilskrives, men denne beregning er mekanisk da den alene afhænger af closing-tidspunktet. Så længe den samme rentesats anvendes, burde beregningen ikke variere fra byder til byder.

7.1.4 Øget præference for kendt og fast købesum

Sælgere har af forskellige årsager sandsynligvis haft en øget præference for at fastsætte købesummen på tidspunktet for signing for dermed at opnå vished for sælgers faktiske nettoprovenu.

Hvis der er flere kapitalejere i den handlede virksomhed, kan det være nemmere at opnå den fornødne opbakning til og godkendelse af en handel, hvis der kan præsenteres en bestemt fastsat købesum for kapitalejerne og deres selskabsorganer. Dette er selvfølgelig mindre relevant, hvis den gældende ejeraftale indeholder klausuler om medsalgsret og -pligt, men det kan stadig være relevant for at nå til fælles forståelse.

Før finanskrisen var et stort antal overtagelser højt gearede. Sælgere af sådanne virksomheder kan således foretrække (eller det kan kræves af deres långivere), at købesummen er kendt ved signing og fuldt ud dækker enhver gæld hos sælger.

Det lader dog også til, at køberne i højere grad foretrækker en fast købesum, ofte af andre grunde. Tilstrømningen af købere fra nye markeder, som for eksempel Kina, Indien og de Forenede Arabiske Emirater, har sandsynligvis haft en påvirkning. Disse købere vil ofte være underlagt betydelige lokale lovmæssige begrænsninger og vil typisk skulle indhente en række godkendelser for både en transaktions signing og dens closing. Det kan ikke udelukkes, at det er nemmere at indhente sådanne lokale godkendelser, hvis en fast pris kan præsenteres frem for en justerbar pris. Hvis midler trækkes fra statslige investeringsfonde eller andre statskontrollerede kilder, kan et bestemt fast beløb også være nemmere at anvende.

Hvis en fast købesum kan præsenteres for politikere og andre interessenter tidligt i processen, vil det sandsynligvis også lette den politiske og administrative godkendelsesproces for offentlige eller halvoffentlige sælgere og købere.

7.1.5 Øget medejerskab og samarbejde efter closing

Efter finanskrisen er det tilsyneladende blevet mere almindeligt, at sælger i en handel bevarer visse interesser efter closing. Hvis en eller flere af sælgerne før closing var en del af ledelsen, fortsætter de ofte i den handlede virksomheds ledelse efter closing. Sådanne medejerskabshandler mindsker naturligvis købers risiko en anelse. Dette modsvares af, at sælger bibeholder en del af sin risiko i forhold til den fremtidige udvikling.

Der anvendes i stigende grad incitamentsordninger, særligt i private equity, og medejerskabshandler skaber naturligvis i sig selv et incitament for sælger.

Der ses endvidere en stigende anvendelse af earn out-strukturer, hvor en del af købesummen beregnes på baggrund af udviklingen i virksomheden efter enten signing eller closing. Udover at køber opnår en vis kredit og sikring mod uheldig udvikling efter signing/closing, så afspejler sådanne strukturer tillige købers præference for at holde sælger motiveret ved at beholde en del af risikoen ved den handlede virksomhed.

Hvad enten sælger opretholder incitament og risiko på grundlag af ejerandel, på grundlag af earn-out og/eller ved at være en del af den fremtidige ledelsen, vil det have to åbenlyse konsekvenser. I sådanne strukturer vil parterne selvsagt søge at undgå konflikter og muligvis også undgå tidskrævende kommercielle drøftelser efter closing. Derudover indeholder strukturerne i sig selv en vis afdækning mod negativ udvikling i den handlede virksomhed, idet sælger vil bære sin del af risikoen ved en sådan udvikling.

Locked box-mekanismen er den mest oplagte transaktionsmodel for sådanne transaktioner. Locked box sikrer, at parterne højst sandsynligt undgår at ende i drøftelser efter closing, og købers risiko ved at overtage cash flows fra locked box-datoen afdækkes i vid udstrækning ved sælgers påtagelse af risiko. Ved at placere en del af risikoen ved den handlede virksomheds resultater efter closing hos sælger, vil køber være mere indstillet på at anvende locked box.

7.1.6 Omkostningsbevidsthed efter finanskrisen

En sidste, men formodentlig ikke uvæsentlig, årsag til øget anvendelse af locked box-mekanismen er den øgede bevidsthed om transaktionsomkostninger efter finanskrisen. Ved korrekt udførelse vil locked box-mekanismen – som drøftet i det ovenstående – i de fleste tilfælde resultere i færre omkostninger end closing accounts-handler.

Hvis konflikter opstår efter closing i closing accounts-transaktioner, bliver omkostningerne betydeligt højere end ved en locked box-handel, men selv uden sådanne tvister er omkostningerne højere.

Omkostningsbevidste købere og sælgere foretrækker derfor ofte locked box-mekanismen, som almindeligvis resulterer i færre omkostninger og kræver færre ressourcer, både internt og eksternt.

Noter

- 1 Afsnit 5.4 om sambeskatningsforhold er skrevet af Peter Østergaard, Senior Manager Corporate Tax M&A, KPMG Acor Tax.
- 2 Forordning nr. 139/2004 af 20. januar 2004 om kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser (EU-fusionsforordningen). Reglerne for fusionskontrol er i Danmark indarbejdet i kapitel 4 af konkurrenceloven.
- 3 Marine Harvest T-704/14 (verserer på udgivelsestidspunktet) og Electrabel C-84/13 P (dom fra d. 3. juli 2014).
- 4 Jf. bl.a. bøde på 25 millioner NOK (ca. 2,6 millioner EUR), som blev pålagt detailhandleren Norgesgruppen af den norske konkurrencestyrelse for Norgesgruppes overtagelse af købmandsforretninger, før den fornødne godkendelse var i hus.



KRESTON

D A N M A R K

Brug for et fagligt og internationalt samarbejde?
Kreston Danmark er en forening af mindre og uafhængige statsautoriserede revisionsvirksomheder. Kontakt os for medlemsskab. Vi kan tilbyde en bred vifte af medlemstilbud.
www.kreston.dk

Medlemssekretariat c/o statsautoriseret revisor Jan Christiansen
Vestre Engvej 3, 5400 Bogense, Tlf. 64 81 22 33, Fax 63 81 00 37, jan.christiansen@kreston.dk
Kreston Denmark, member of Kreston International – A global network of independent accountants

