



KØBERS VALG AF STRATEGI VED VIRKSOMHEDSOVERDRAGELSER

CAND.MERC.JUR KANDIDATAFHANDLING
COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL

Af William Frederik Enkebølle (S79684)
og Frederik Jensen (DE115847)
Økonomisk vejleder: Lasse Holt
Juridisk vejleder: Kim Østergaard

Aflevering: 15. maj 2019
Samlet anslag: 227.678 ekskl. 4 figurer,
1 tabel og 3 spilmatrix



Abstract

Mergers and acquisitions are a frequently used transaction between buyer and seller. The buyer is always trying to strengthen its position on the market in which it operates. The acquisition of the target company is a high-risk transaction associated with many unknown conditions. 2 out of 3 mergers and acquisitions fails to perform.¹ The buyers' expectations to the initial purpose of the acquisition isn't met due to many different circumstances. Acquisitions are an effective way for a company to strengthen, develop and optimize its organisation.²

In the initial phase there is an asymmetric information between the seller and the buyer. An important task for the buyer is to minimize the asymmetric information so that it's possible to assess limitations and opportunities that lies within the target company. By uniting incentive structures, the buyer can ensure the optimal behaviour of the seller.

The overall purpose of this thesis is to reduce and as far as possible prevent the high number of acquisitions that doesn't fulfil initial expectations by analysing different aspects of the acquisition process. Through an analyse of the Danish legislation regulating mergers and acquisitions the thesis finds that the legislation is insufficient and isn't capable of handling complex acquisitions. The parties should therefore use their freedom of contract to construct an optimal contract that fits the acquisition. The thesis finds that contracts are drafted in a traditional and reactive way where the primary focus is risk allocation and limitation of liability. The thesis concludes that by implementing principles from the interdisciplinary research field strategic contracting the parties can optimise the contract by qualifying the content. Through a shift in focus so that central areas of the contract are responsibilities of the parties, and scope and goals, this will be possible. The thesis finds that sellers knowledge sharing, and cooperation is highly important in a successful post-merger integration and makes extraordinary value creation possible. Sellers future involvement is also considered important in this value creation process.

When seller is implemented in the buyer's organisation it's important that the party's incentive structures stay aligned. This is partially done by signing a Warranties & Indemnities insurance, that act as a safe-guard between the parties. When a guarantee breach occurs, the buyer won't have to file a claim towards their new business partner, but to the insurance company, which ensures the future cooperation.

¹ Hansen, J.E. og Lundgren C (2014). Køb og Salg af Virksomheder (5. udgave). København: Nyt Juridisk Forlag. s. 713

² Jørgensen E.B og Nielsen J.W. Køb og salg af virksomhed (Afsnit 7.1). Børsen Ledelse. Link: Se referenceliste

Indholdsfortegnelse

1. Rammerne for afhandlingen	5
1.1 Præsentation af emne	5
1.2 Problemstilling.....	5
1.3 Problemformulering	6
1.4 Synsvinkel	6
1.5 Afgrænsning	8
1.6 Struktur	9
1.7 Metode	10
1.7.1 Juridisk metode	10
1.7.2 Erhvervsjuridisk metode	11
1.7.3 Strategisk kontrahering	12
1.7.4 Økonomisk metode	16
2. Køb og salg af virksomheder i et obligationsretligt perspektiv	20
2.1 Retsgrundlag	20
2.1.1 Overdragelsesformer	20
2.1.2 Aftaleloven	21
2.1.3 Købeloven	21
2.1.4 Sammenfatning af aftaleloven og købeloven	22
2.1.5 Mangler og misligholdsbeføjelser	23
3. Due Diligence	30
3.1 Risikobegrebet	30
3.2 Due Diligence – teori og praksis	31
3.2.1 Fordele og ulemper ved Due Diligence-undersøgelse	31
3.3 Sælgers beskyttelse ved informationsdeling	33
3.3.1 Lov om forretningshemmeligheder	34
3.3.2 Sælgers beskyttelse i praksis	36
3.3.3 Sælgers beskyttelse delkonklusion	37
3.4 Sælgers loyale oplysningspligt	37
3.5 Købers undersøgelsespligt	39
3.6 Samspillet mellem oplysningspligten og undersøgelsespligten	40
3.7 Due diligence delkonklusion	43
4. Samarbejds- og underretningsforpligtelsen ved partnerskaber	44
4.1 Underretningsforpligtelsen	44
4.2 Samarbejdsforpligtelsen	45
4.3 Før kontraktindgåelse	46
4.4 I kontraktens løbetid	47
4.5 Efter kontraktens ophør	48

5. Asymmetrisk information og incitamentsstrukturer ved virksomhedsoverdragelser	48
5.1. <i>Asymmetrisk information</i>	48
5.2 <i>Adverse Selection</i>	49
5.3 <i>Moral Hazard</i>	50
5.4 <i>Reciprocitetsteorien</i>	50
5.5 <i>Incitamentsstruktur</i>	51
5.5.1 <i>Incitamentsforenelighed</i>	51
5.6 <i>Incitamentsforenelighed delkonklusion</i>	55
6. Spilteori	56
6.1 <i>Prisoner's Dilemma uden kommunikation</i>	57
Spilmatrix 1.....	57
Spilmatrix 2.....	58
6.2 <i>Prisoner's Dilemma med kommunikation og forhandling</i>	59
6.3 <i>Udvidet Prisoners Dilemma med strategisk kontrahering og merværdi</i>	60
Spilmatrix 3.....	60
6.4 <i>Vidensdeling</i>	61
6.5 <i>Spilteorisk konklusion</i>	65
7. Garantier, erklæringer og indeståelser	65
7.1 <i>Byrdefordelingen mellem garantier, erklæringer og indeståelser</i>	66
7.1.1 Garantier	66
7.1.2 Erklæringer	66
7.1.3 Indeståelser	67
7.1.4 Sammenfatning af byrdefordelingen.....	67
7.1.5 Retspraksis for garantier, erklæringer og indeståelser	67
7.2 <i>Garantikatalogets tilblivelse og formål</i>	70
7.3 <i>Garantikatalogets effekt på en virksomhedsoverdragelse</i>	71
8. Warranties & Indemnities forsikring.....	73
8.1 <i>Retsgrundlag</i>	73
8.2 <i>Garantiforsikring</i>	73
8.3 <i>Incitamentsstrukturen ved forsikringstegning</i>	77
8.4 <i>W&I forsikringen som aktivt kontraktstyringselement i den strategiske virksomhedsoverdragelse</i>	79
9. Anvendelsen af transaktionsomkostninger ved konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelser	80
9.1 <i>Ex ante transaktionsomkostninger</i>	81
9.1.1 <i>Kontaktomkostninger</i>	81
9.1.2 <i>Kontraktforhandlingsomkostninger</i>	83
9.1.3 <i>Kontraktudfærdigelsesomkostninger</i>	88
9.1.4 <i>Delkonklusion på ex ante transaktionsomkostninger</i>	89
9.2 <i>Ex post transaktionsomkostninger</i>	91
9.2.1 <i>Kontrolomkostninger</i>	91
9.2.2 <i>Kontraktjusteringsomkostninger</i>	91

9.2.3 Kommunikationsomkostninger	95
9.2.4 Delkonklusion på ex post transaktionsomkostninger.....	96
9.3 Garantiforsikringen som det syvende K.....	97
9.4 Kontraktvisualiseringer - et alternativt bidrag til kontraktudfærdigelsen	99
9.5 Anvendelsen af transaktionsomkostninger delkonklusion	101
10. Integration af målvirksomheden	102
11. Konklusion	104
Litteraturliste.....	110
Internet artikler	110
Artikler.....	110
Workingpaper	112
Bøger.....	112
Love	113
Domsliste.....	113
Bilag	115
Bilag 1 – Mailkorrespondance med Rasmus Tønnies, Head of Contract & Commercial Management I Rambøll.....	115
Bilag 2 – Mailkorrespondance med Alexander Kjelland, underviser i Finansieringsret på CBS og ansat i Vækstfonden som Legal Director.	116
Bilag 3 – Mailkorrespondance som opfølgning på samtale med Nikolaj Grønwald Hansen, Erhvervsjuridisk fuldmægtig hos Accura Advokatpartnerselskab.	117
Bilag 4 – Mailkorrespondance med Rasmus Madsen, M&A Underwriter hos RiskPoint, i forlængelse af flere personlige møder.	118
Bilag 5 – IACCM undersøgelse: Most Negotiated Terms 2018.....	120

1. Rammerne for afhandlingen

1.1 Præsentation af emne

Køb og salg af virksomheder er en hyppig forekommende transaktion både nationalt og globalt. Der har i Danmark siden marts 2016 været 201 gennemførte virksomhedstransaktioner.³ Området for virksomhedsoverdragelser har over en lang årrække været i rivende udvikling.

Ledende konsulentvirksomheder bekræfter over for Børsen, at aktiviteten inden for industrielle virksomhedshandler er mere end seksdoblet over de seneste ti år.⁴

Denne udvikling har betydet, at der er kommet flere og flere specialister på området, som konsekvens af det øgede kompleksitetsniveau og diversiteten i den enkelte virksomhedsoverdragelse.

Købet af en virksomhed kan være en effektiv måde for køber til at generere yderligere værdi til sin organisation. Erhvervelsen af en virksomhed er en attraktiv måde at supplere sin organisation med nye teknologier, produkter og/eller en stærkere markedsposition.⁵ Købers mulighed for effektivt at styrke sin organisation gennem et virksomhedskøb medfører også store forventninger til effekten af akquisitionen. Med store forventninger følger en markant risiko for at forventningerne ikke indfries. Dette afspejles i, at 2 ud af 3 virksomhedsoverdragelser ikke lever op til forventningerne, på trods af udviklingen på området,⁶ hvilket danner grundlag for afhandlingens problemstilling.

1.2 Problemstilling

2 ud af 3 virksomhedsoverdragelser indfrier ikke forventningerne, hvilket indikerer, at der foretages forkerte dispositioner flere steder i overdragelsesprocessen.

Køber ønsker at minimere den asymmetriske information der eksisterer i den indledende fase således, at akquisitionens mulige værdi kan vurderes. Sælger besidder som udgangspunkt alle informationer om målvirksomheden, hvorimod køber vil være ubekendt om forholdene.

³ Antallet af virksomhedstransaktioner er hentet gennem et dataudtræk d. 6/5/2019 på <https://www.marketline.com>. Følgende søgekriterier er anvendt: Geography: (Target)Denmark; Merger and Acquisition: (Deal Status) Completed AND (Target)All AND (Acquirer)All AND (Vendor)All.

⁴ Jørgensen E.B og Nielsen J.W. Køb og salg af virksomhed (Afsnit 7.1). Børsen Ledelse. Link: Se referenceliste

⁵ Ibid

⁶ Hansen, J.E. og Lundgren C (2014). Køb og Salg af Virksomheder (5. udgave). København: Nyt Juridisk Forlag. s. 713

Minimeringen af den asymmetriske information er en omkostningstung proces og kræver anvendelse af transaktionsomkostninger. En af købers opgaver i overdragelsesprocessen er at skabe incitament for sælger til at dele generelle og værdiskabende informationer om målvirksomheden. Formålet med købers akquisition er forskelligt, og kan i højere eller lavere grad involvere sælgers fremtidige indsats. Overdragelsesaftalen kan udformes på mange måder grundet aftalefriheden, og overdragelsesaftalens direkte anvendelse varierer. Undersøgelser viser, at de forhold jurister forhandler og konciperer om ved indgåelse af kontrakter, ikke nødvendigvis er de forhold der bringer værdi til kontraktrelationen. På baggrund af, at 2 ud af 3 virksomhedsoverdragelser ikke lever op til forventningerne samt, at værdiskabende forhold sandsynligvis ikke inddrages i overdragelsesaftalen, vil afhandlingen undersøge om overdragelsesaftalen kan tilpasses således, at værdiskabende forhold spiller en central rolle.

Til at besvare problemstillingen fremstilles følgende problemformulering nedenfor.

1.3 Problemformulering

På baggrund af ovenstående problemstilling, vil afhandlingen forsøge at besvare nedenstående problemformulering. Problemformuleringen vil blive besvaret ud fra 4 underspørgsmål.

- Hvilke udfordringer eksisterer der ved den måde virksomhedsoverdragelser gennemføres på i dag?
- Hvordan sikrer køber sælgers incitament til at udligne den asymmetriske information der eksisterer ved kontraktindgåelse?
- Kan en W&I forsikring bidrage positivt til virksomhedsoverdragelser?
- Hvorvidt kan køber optimere anvendelsen af transaktionsomkostninger forbundet med virksomhedsoverdragelser ved hjælp af principperne bag strategisk kontrahering?

1.4 Synsvinkel

Afhandlingen tager udgangspunkt i købers synsvinkel. Det er købers udfordringer i forhold til at sikre sælgers performance og incitamentsforenelighed ex ante og ex post, der er omdrejningspunktet. Sælgers incitamentsstruktur og generelle overvejelser betragtes også, da de er

afgørende for overdragelsens succes. Relationen mellem de to parter, er vigtig i indeværende afhandling.

Mængden af virksomhedsoverdragelser der ikke lever op til forventningerne, har medført, at afhandlingen på baggrund af den retsvidenskabelige litteratur omhandlende strategisk kontrahering har opdelt virksomhedsoverdragelser i to differentierede begreber. Begreberne er skabt for at udvide virksomhedsoverdragelsesområdet, og danne grundlag for færre mislykkede virksomhedsoverdragelser i fremtiden.

Afhandlingen deler derfor virksomhedsoverdragelser op i konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelser baseret på købers ønsker og forventninger.

Den konventionelle virksomhedsoverdragelse defineres i afhandlingen som en overdragelse af traditionel og reaktiv karakter, hvor der fokuseres på risikoallokering og ansvarsbegrænsning. Derudover er der i denne overdragelsesstrategi ikke fokus på parternes efterfølgende samarbejde.

Den strategiske virksomhedsoverdragelse defineres i afhandlingen som en overdragelse af proaktiv karakter, hvor købers fokus vil være på et efterfølgende samarbejde med sælger, herunder vidensdeling i forbindelse med overdragelsen og den senere integration af målvirksomheden. En central antagelse er derfor, at en succesfuld overdragelse afhænger af et samarbejde med sælger før, under og efter overdragelsen.⁷

Afhandlingen ansues i et ex ante og ex post perspektiv. Ex ante perspektivet omhandler incitamentsstrukturen i forbindelse købers udvælgelse af målvirksomhed, hvordan asymmetrisk information minimeres, og hvordan overdragelsesaftalen forhandles og konciperes optimalt alt efter overdragelsesstrategi. Ex post perspektivet beskæftiger sig med hvorledes køber sikre sælgers incitament til vidensdeling og samarbejde, således der er grundlag for en strategisk virksomhedsoverdragelse.

Samarbejdet i den strategiske virksomhedsoverdragelse er en central del af afhandlingens synvinkel, da afhandlingen vil undersøge hvorvidt samarbejdet kan være med til at optimere virksomhedsoverdragelsesprocessen og de transaktionsomkostninger der er forbundet hermed.

⁷ Begreberne konventionel og strategisk virksomhedsoverdragelse defineres yderligere i afsnit 1.7.3.1

1.5 Afgrænsning

Dette afsnit vil forsøge at indramme afhandlingen ved at foretage en afgrænsning i forhold til elementer der også vil spille en rolle ved virksomhedsoverdragelser.

Afhandlingen fokuserer ikke på én specifik transaktion, men ser overordnet på mekanismer og incitamentsstrukturer ift. hhv. køber og sælger ved en virksomhedsoverdragelse.

Afhandlingen begrænser sig til at omhandle parternes overvejelser omkring forhandling og koncipering af overdragelsesaftalen. Der analyseres derfor ikke på en konkret overdragelsesaftale, men på de bagvedliggende overvejelser samt udfordringer ved udformningen.

I afhandlingen anses en virksomhedsoverdragelse, som enten en substans- eller aktieoverdragelse. Afhandling afgrænser sig dermed fra andre former for overdragelser, eksempelvis aktieombytninger, fusioner, spaltninger, joint ventures etc. Hvis afhandlingen skulle forholde sig til nævnte overdragelsesformer, ville implikationer kunne fjerne fokus fra afhandlingens centrale områder. Afhandlings resultater vil sandsynligvis være relevante for disse.

Et vigtigt element i forhold til en virksomhedsoverdragelse, er de skatteretlige og tekniske aspekter. Afhandlingen fokus vedrører ikke skatteretlige spørgsmål, hvorfor de aspekter ikke inddrages ift. virksomhedsoverdragelsesaftalen.

En betingelse for opgaven er, at køber, sælger og målvirksomheden alle anses for at være juridiske personer, som har hjemsted i Danmark og omfattes af dansk lovgivning. Der afgrænses således fra international ret vedrørende virksomhedsoverdragelser, hvilket skyldes kompleksiteten i overdragelser som går på tværs af landegrænser der anvender forskellige regelsæt. Afhandlingens resultater anses at være interessante for internationale virksomhedsoverdragelser, da de bagvedliggende rationaler synes tilnærmelsesvis ens. Der afgrænses fra kulturelle aspekter, som antages at have en betydning for en succesfuld integration af målvirksomheden i købers organisation.

Afhandlingen afgrænser fra virksomhedsoverdragelser af børsnoterede selskaber.

Et andet centralt aspekt i virksomhedsoverdragelser er finansieringen i forbindelse med erhvervelsen af målvirksomheden, herunder hvorledes købet finansieres af hhv. egen- og fremmedkapital samt den procentvise konstruktion heraf. Afhandlingen afgrænser sig fra finansieringsretlige aspekter.

Afslutningsvis spekuleres der oftest i den selskabsretlige struktur af målvirksomheden. Den selskabsretlige struktur vedrører eksempelvis fordelingen af stemmer pr. kapitalandel, selskabets

gearing, kapitalklasser etc. Afhandlingen afgrænser sig endvidere fra selskabsretlige aspekter i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.

1.6 Struktur

Dette afsnit vil fastlægge opgavens struktur og fremdrift på baggrund af afhandlingens problemformulering. Opgavens fremdrift er illustreret nedenfor.



Figur 1 - Opgavens fremdrift

Kapitel 2+3. Kapitlerne udleder og analyserer gældende ret på området og parternes respektive forpligtelser i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse. Dette danner fundamentet for afhandlingen fremadrettet.

Kapitel 4. Kapitlet undersøger på baggrund af retspraksis hvorledes en samarbejds- og underretningsforpligtelse kan inddrages i en virksomhedsoverdragelsesaftale.

Kapitel 5+6. Kapitlerne anvender økonomisk teori til at identificere relevante problemstillinger der foreligger mellem parterne ved en virksomhedsoverdragelse, herunder forskruede incitamentsstrukturer. Ud fra et spilteorisk synspunkt forsøger kapitlet at udlede hvorledes man kan sikre incitamentsforenelighed mellem parterne igennem strategivalg.

Kapitel 7+8. Kapitlerne analyserer hvilke mekanismer der ligger bag garantikatalogets udformning, og hvilken effekt det kan have på overdragelsen. Derudover analyseres Warranties & Indemnities forsikringens karakteristika og dens berettigelse i en virksomhedsoverdragelse.

Kapitel 9. Kapitlet analyserer anvendelsen af transaktionsomkostninger i henholdsvis den konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelse. På baggrund af analysen, forsøges anvendelsen af transaktionsomkostninger optimeret.

Kapitel 10+11. Kapitel 10 analyserer en af udfordringerne ved virksomhedsoverdragelser, herunder købers integration af målvirksomheden. Kapitel 11 opsummerer og konkluderer på afhandlingens problemformulering. Derudover skabes der en erhvervsjuridisk model, der har til formål at optimere virksomhedsoverdragelser på baggrund af valgt overdragelsesstrategi.

1.7 Metode

Dette afsnit har til formål at beskrive afhandlingens metode valg. Centralt for afhandlingen er den erhvervsjuridiske metode, da problemformuleringen opstår og besvares på baggrund af denne.

1.7.1 Juridisk metode

Til afhandlingens juridiske analyser anvendes den retsdogmatiske metode, som har til formål at udlede gældende ret (de lege lata). Gennem en systematisk gennemgang af forskellige retskilder og deres værdi som det vurderes, at en dommer vil lægge til grund ved domstolsprøvelse, udledes og analyseres gældende ret.⁸ Den retsdogmatiske metode tager ikke udgangspunkt i en bestemt synsvinkel, da gældende ret er gældende for alle.

I afhandlingen anvendes den retsdogmatiske metode efter Ross' opfattelse af retskilderne til at udlede gældende ret på virksomhedsoverdragelsesområdet.⁹ Gennem en analyse af aftaleloven, købeloven og retspraksis vil parternes rettigheder og pligter i forbindelse med virksomhedsoverdragelsen forsøges fastlagt. Der foreligger udfordringer ved at udlede gældende ret på området. Dette ses blandt andet ved den inkonsistens der foreligger mellem lovgivningen og retspraksis. Inkonsistensen skyldes muligvis, at området reguleres af lovgivning som muligvis ikke på udformningstidspunktet var tiltænkt at skulle regulere komplekse virksomhedsoverdragelser.

⁸ Tvarnø, C.D. og Nielsen, R. (2014). Retskilder og Retsteorier (4. udgave, 1. oplag). København: Jurist- og Økonomforbundet Forlag, s. 34

⁹ Ibid.

Sædvaner og kutymen på virksomhedsoverdragelsesområdet vil blive analyseret som supplement til gældende ret, således, at der kan foretages en vurdering af retskildernes respektive værdi og relevans på området.

1.7.2 Erhvervsjuridisk metode

Udgangspunktet for anvendelsen af den erhvervsjuridiske metode er, at det er virksomheden der er problemejer.¹⁰ Den erhvervsjuridiske metode har udgangspunkt i et ex ante perspektiv. Virksomheder kender ikke de efterfølgende omstændigheder for de dispositioner de foretager. Den erhvervsjuridiske metode forsøger på forhånd at identificere juridisk risiko, således at efterfølgende omstændigheder undgås.¹¹ Med identificeringen af juridiske problemstillinger ved en given disposition vil det for en virksomhed være muligt at vurdere om dispositionen overhovedet bør foretages, da fordele og ulemper kan afvejes.¹²

Den retsdogmatiske metode spiller en central rolle i den erhvervsjuridiske metode, da den udleder gældende ret på et område. Den kan dog ikke stå alene, hvorfor den erhvervsjuridiske metode indrager økonomiske modeller og teorier til at medvirke, at virksomhedens beslutningsgrundlag bliver så kvalificeret som muligt, med et henblik på at virksomhedens mulighed for gevinstmaksimering.¹³ Den erhvervsjuridiske metodes beslutningsgrundlag består derfor af både af positivistiske samt normative elementer. Retsdogmatikken er af positivistisk karakter, hvorimod den økonomiske teori besidder både positivistisk og normativt indhold der kan medvirke til et mere kvalificeret beslutningsgrundlag.¹⁴

Den erhvervsjuridiske metode har et tveægget formål ved både at forsøge at kvalificere det økonomiske output samt minimere risikoen for retskonflikter.¹⁵

Den erhvervsjuridiske metode er af central relevans for indeværende afhandling, hvor der analyseres på virksomhedsniveau. Afhandlingen tager udgangspunkt i købers udfordringer ved

¹⁰ Østergaard, K. (2014). Relevansen af interdisciplinær forskning og empiri i samfundsvidenskaben. Retfærd, 37(3/149), side 3-24., s. 7.

¹¹ Dahl, B. (2017). Erhvervsjura (14. udgave, 1. oplag). København: Handelshøjskolens Forlag, s. 29.

¹² Ibid, side 29.

¹³ Østergaard, K. (2003). Metode på cand.merc.jur. studiet. Juridisk institut: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, s. 280.

¹⁴ Østergaard, K. (2014), s. 8.

¹⁵ Østergaard, K. (2003), s. 281.

udformningen af en virksomhedsoverdragelse, således at denne på baggrund af økonomiske teorier samt den bagvedliggende ret kan sikre en efficient virksomhedsoverdragelse.

For at kunne udlede hvad der anses for at være en efficient virksomhedsoverdragelse, anvendes kontraktøkonomien. Kontraktøkonomien anses som en del af den erhvervsjuridiske metode med den forudsætning, at kontraktøkonomiens synsvinkel er virksomheden.¹⁶

1.7.2.1 Kontraktøkonomi

Kontraktøkonomien udspringer af retsøkonomien, som egentlig er en økonomisk disciplin hvor den økonomiske teori anvendes til at beregne nytte og efficiens på samfundsniveau. Kontraktøkonomiens analyseniveau er selve kontrakten, og har til formål at analysere juridiske styringsmekanismer mellem to eller flere parter. Den kontraktøkonomiske teori kan dermed anvendes til at udlede implikationer ved en regel, samt medvirke til fastsættelsen af efficiente regler for en kontrakt.¹⁷ Afhandlingen anvender udover den erhvervsjuridiske metode kontraktøkonomien som supplement til at udlede parternes adfærd og virksomhedsoverdragelsens efficiens. Samspillet mellem metoderne anvendes til at analysere hhv. den konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelse.

1.7.3 Strategisk kontrahering

Konventionel kontrahering fokuser på risikoallokering og ansvarsbegrænsning. Det medfører, at kontrakten udformes på baggrund af egen-optimering, hvorfor den forhandlingsstærke part oftest vil ende med den bedste retsstilling. Konventionel kontrahering betegnes af Petersen og Østergaard på følgende måde:

"...we view conventional contracting as characterized by the aim of own profit maximization (at the expense of the other contract party, if necessary) through the use of reactive provisions. The primary objectives of those provisions are:

- (i) to transfer risks and undertakings to the other party;*
- (ii) to regulate how disputes are settled;*
- (iii) to stipulate conditions for the dissolution of the collaboration and*

¹⁶ Østergaard, K. (2003), s. 280

¹⁷ Tvarnø, C.D. og Nielsen, R. (2014), s. 488

(iv) to stipulate how assets are to be divided between the parties if the collaboration is dissolved. In economic terms, a conventional contract is an arm's-length agreement."¹⁸

Den konventionelle kontrahering medfører, at kontrakten ikke anvendes som et aktivt styringselement til at realisere det fælles mål, men anvendes som et redskab til egen-optimering og risikoallokering.

Strategisk kontrahering fokuserer modsætningsvist på hvordan kontrakten kan anvendes som aktivt styringselement og bring merværdi til kontrakten. Strategisk kontrahering betegnes af Petersen og Østergaard på følgende måde:

*"In contrast, we view strategic contracting as characterized by the aim of generating relational rents through the use of both proactive and reactive provisions that, based on resource complementarity and strategic fit between the contract partners, protect knowledge exchange and relationship-specific investments from opportunistic behavior. Hence, a strategic contract is a partnership arrangement through which the contracting parties achieve competitive advantage."*¹⁹

Strategisk kontrahering er et relativt nyt forskningsfelt med fokus på det interdisciplinære samspil mellem jura og økonomi. Et af de centrale områder er hvorvidt den økonomiske forskning kan medvirke til at kvalificere indholdet af de kontrakter der indgås.²⁰ Anvendelsen af strategisk kontrahering er ikke begrænset af strategiperspektiver, men udgangspunktet i strategisk kontrahering er, at parterne har samme generiske strategi, hvad der i forskningsfeltet betegnes som et strategisk fit.²¹ Strategisk kontrahering bygger også på den centrale præmis om, at der mellem parterne eksisterer komplementære ressourcer, hvis fælles anvendelse gennem kontraktrelationen kan anvendes til at realisere en overnormal profit, der i økonomisk teori betegnes som relationsrente. Denne realiseres gennem fælles anvendelse af de komplementære ressourcer, og parterne er

¹⁸ Bent Petersen & Kim Østergaard, Reconciling contracts and relational governance through strategic contracting, s. 9

¹⁹ Ibid, s. 9

²⁰ Østergaard, K. (2016). Strategisk kontrahering - Efterfølgende omstændigheder. Syddansk Universitet, Juridisk Institut, s. 436

²¹ Østergaard, K. (2016), s. 436

derigennem i stand til at skabe en merværdi de ikke kunne skabe hver for sig.²² Endnu en central præmis er, at parterne foretager relationsspecifikke investeringer, da de kan signalere engagement, skabe incitamentsforenelighed, og derigennem forsøge at forhindre opportunistisk adfærd.²³ Afslutningsvis følger det af strategisk kontrahering, at det der ud fra et økonomiske perspektiv kan medvirke til at skabe relationsrente kan være begrænset af juridiske årsager.²⁴

Strategisk kontrahering anvendes i afhandlingen til at analysere virksomhedsoverdragelsen som kontrakt, og effciensen af denne. Strategisk kontrahering tilpasses som forskningsfelt til virksomhedsoverdragelser. Afhandlingen forsøger at kvalificere indholdet i virksomhedsoverdragelsesaftalen således, at køber allerede i udvælgelsesprocessen af målvirksomheden, kan anvende tankegodset fra strategisk kontrahering til at finde en målvirksomhed med et strategisk fit.

Afhandlingen vil undersøge om indførslen af en kombineret hardship- og gevinstklausul kan justere efterfølgende omstændigheder når de forekommer og sikre incitamentsforenelighed mellem parterne.²⁵

Analysen bygger på den ny-institutionelle teori om begrænset rationelle parter, der ud fra indførslen af proaktive klausuler såsom en kombineret hardship- og gevinstklausul har erkendt at de ikke kan forudse alle fremtidige begivenheder. Erkendes den begrænsede rationalitet ikke, vil parterne afholde ikke ubetydelige mængder af transaktionsomkostninger på at koncipere en komplet overdragelsesaftale, som ud fra teorien synes umuligt.²⁶

Som det er beskrevet ovenfor, ønsker afhandlingen at undersøge hvorvidt parter med et strategisk fit, kan anvende dette til at sikre en strategisk virksomhedsoverdragelse, der kan skabe en økonomisk merværdi gennem relationsrenten.

²² Tvarnø, C. D. og Østergaard, K. (2018). Relationelle aftaler i et markedsperspektiv. København: Law Department CBS, s. 13.

²³ Dyer, J.H. og Singh, H. (1998). The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage. *Academy of Management Review*, 23(4), 660-679., s. 662.

²⁴ Tvarnø, C.D. og Østergaard, K. (2018), s. 13.

²⁵ Østergaard, K. (2016), s. 436.

²⁶ Ibid, s. 438.

1.7.3.1 Begrebsdefinition af konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelser

Dette afsnit har til formål at indramme de to begreber, som repræsenterer købers valg af overdragelsesstrategi. Definitionen af begreberne og deres implicite indhold skal give læseren en klar og tydelig forståelse ved gennemlæsning. Begreberne er udformet på baggrund af principperne om henholdsvis konventionel og strategisk kontrahering, som beskrevet ovenfor.

Det er vigtigt at nævne, at den overordnede tanke med et virksomhedskøb, vil være at styrke sin organisation, skabe konkurrencefordele og/eller øge profit. Dette gælder uagtet om virksomheden overdrages konventionelt eller strategisk.

Den konventionelle virksomhedsoverdragelse har følgende karakteristika:

- Traditionel og reaktiv kontraktforhandling- og udformning.
- Køber risikoallokerer og ansvarsbegrænser i vid udstrækning, også på modpartens bekostning såfremt det er nødvendigt.
- Egen-optimering på baggrund af forhandlingsstyrke.
- Fokus på kontrol af målvirksomheden.
- Armslængde-tilgang til overdragelsen.

Den strategiske virksomhedsoverdragelse har følgende karakteristika:

- Kombination mellem reaktiv og proaktiv tilgang til kontraktforhandling- og udformning.
- Køber ønsker sælgers involvering for rette incitamentsstrukturer ex ante og ex post.
- Fokus på målvirksomhed med strategisk fit og komplementære ressourcer.
- Fokus på relationsspecifikke investeringer.
- Fokus på merværdiskabelse.
- Proaktive klausuler til justering af overdragelsesaftalen.
- Fokus på samarbejde, vidensdeling og kommunikation.
- Egen-optimering ved fælles-optimering. Parterne erkender, at de sammen kan skabe en værdi de ikke kan hver for sig.
- Samarbejde-tilgang til overdragelsen.

1.7.4 Økonomisk metode

Der sondres i den økonomiske metode mellem to hovedorienteringer hhv. den ny-institutionelle og neoklassiske teori. Fælles for de to er, at markedet er niveauet som der analyseres på og enheden der analyseres, er virksomheden. I den neoklassiske teori antages der at eksistere en fuld rationalitet hos parterne, perfekt information og fuldkommen konkurrence. Virksomhedernes beslutninger antages at kunne analyseres uafhængigt af hinanden. Produktet på markedet er homogent, antallet af sælgere er stort og der er fri adgang og afgang på markedet.²⁷ Derudover eksisterer der ikke transaktionsomkostninger i den neoklassiske teori.

I den ny-institutionelle økonomiske teori antages parterne at være begrænset rationelle. Derudover eksisterer der imperfekt samt asymmetrisk information. I modsætning til den neoklassiske teori, hvor transaktionsomkostninger er fraværende, eksisterer der transaktionsomkostninger i den ny-institutionelle teori.²⁸

Den ny-institutionelle teori er den relevante for denne afhandling, da der i virksomhedsoverdragelser eksisterer begrænset rationalitet hos sælger og køber, da de ikke vil kunne forudse alle fremtidige omstændigheder ved indgåelse af kontrakten. Derudover vil der eksistere asymmetrisk information mellem køber og sælger, da køber ikke besidder samme viden som sælger om mål-virksomheden. Denne asymmetriske information er et af omdrejningspunkterne for afhandlingen, som blandt andet har til formål at sikre incitamentsforenelighed mellem parterne. Transaktionsomkostninger spiller også en central rolle igennem et fokus på hvor, hvornår og i hvilket omfang transaktionsomkostninger skal anvendes i hhv. en konventionel og strategisk virksomhedsoverdragelse. Det vil blive grundigt analyseret og diskuteres i afhandlingen.

1.7.4.1 Transaktionsomkostningsteori

Transaktionsomkostningsteorien adskiller sig fra den neoklassiske teori, som følge af den tager udgangspunkt i den ny-institutionelle teori. Transaktionsomkostningsteorien tager udgangspunkt i suboptimale systemer. Transaktionsomkostninger eksisterer ifølge Williamson kun såfremt økonomiske agenter er begrænset rationelle og opportunistiske.²⁹ Begrænset rationalitet refererer til, at

²⁷ Knudsen, C. (1994) Økonomisk metodologi - Bind 2. 2. Udgave, 1. oplag. København: Jurist- og Økonomforbundet. s. 56.

²⁸ Østergaard, K. (2014), s. 9.

²⁹ Knudsen, C. (1994), s. 213

en agent forfølger sine mål på en konsistent og logisk måde alt imens agenten erfarer, at ikke alle mål kan realiseres. Den opportunistiske adfærd tilsiger, at selviske mål forfølges.

Transaktionsomkostningsteorien antager virksomheder som et bundt af kontrakter, hvor formålet med teoriens anvendelse er identifikation af hvorvidt virksomheden skal organisere en transaktion med et henblik på nedbringelse af transaktionsomkostninger. Teorien er dermed en omkostningsminimerende.³⁰ Den begrænsede rationalitet og opportunistiske adfærd medfører, at virksomhederne på markedet for virksomhedsoverdragelser skal gennemføre transaktioner med høj usikkerhed og stor aktivspecifitet. Derudover er det svært hvis ikke umuligt for virksomheder og meget omkostningskrævende at formulere en komplet kontrakt.³¹ Derfor vil afhandlingen analysere hvorledes parterne med fordel kan koncipere en inkomplet overdragelsesaftale, og dermed optimere anvendelsen af transaktionsomkostninger som følge af de først afholdes når de er nødvendige.

1.7.4.2 Informationsøkonomi

Et centralt område indenfor informationsøkonomien vedrører asymmetrisk information nærmere bestemt, hvordan den opstår og minimeres.³² Sælger besidder en større viden om målvirksomhedens interne og eksterne forhold. Den asymmetriske information er en central problemstilling ved enhver virksomhedsoverdragelse, da køberen ikke har kendskab til interne forhold i målvirksomheden. Grundlæggende vil den asymmetriske information mindskes når sælger oplyser køber om målvirksomhedens forhold.

Det handler for køber om at skabe et incitament hos sælger til at dele informationer målvirksomheden. Sælger vil delvist have incitament hertil som følge af, at informationsdelingen vil afspejles i købstilbuddet. Omvendt vil sælgers incitament til at dele værdiskabende informationer være begrænset som følge af kendskab til købers begrænsede rationalitet.

I virksomhedsoverdragelsessammenhæng kan der på baggrund af informationsøkonomien siges at foreligge asymmetrisk information samt modsatrettede interesser. Dette kan medføre principal-agent problemstillinger.

³⁰ Østergaard, K. (2014), s. 10

³¹ Knudsen, C. (1994), s. 232

³² Stiglitz, J. (2001). Information and the Change in the Paradigm in Economics. Columbia Business School, side 488-490

1.7.4.3 *Principal-Agent teori*

Principal-agent (herefter PA) teorien vedrører overordnet set forholdet mellem principalen og agenten. I PA-teorien antages parterne at være rationale og egen-optimerende. Agent vil derfor fokusere på egen nyttemaksimering. Agentens handlinger vil sjældent være i overensstemmelse med principalens ønsker. Selvom principalen er bekendt med agentens opportunistiske adfærd, kan denne ikke monitorere agentens adfærd. Agenten besidder privat information om egen adfærd. Det er uhensigtsmæssigt for principalen, som er afhængig af agentens adfærd.³³ Der vil derfor eksistere asymmetriske information mellem principalen og agenten. I et ex ante perspektiv ses den asymmetriske information som en adverse selection problemstilling. Denne problemstilling referer til ugunstig udvælgelse.³⁴ Ex post ses den asymmetriske information som en moral hazard problemstilling, hvor agent kan foretage skjulte handlinger principalen ikke kan verificere.³⁵ I PA-teorien er en af de centrale udfordringer at finde en balance mellem incitamenter, og agentens omkostninger for at bære risikoen der er forbundet hermed.

Afhandlingen vil anvende principperne fra PA-teorien, da virksomhedsoverdragelser ikke vedrører det klassiske PA-forhold. I det klassiske PA-forhold skal agenten sælge en vare eller ydelse for principalen. I forholdet er der modsatrettede interesser, da principalen ønsker, at agent sælger mest muligt, hvorimod agentens mål er at maksimere egen nytte, der afhænger af indtjening og den negative nytte agenten forbinder med at yde en ekstra indsats.³⁶

PA-teorien vil i indeværende afhandling blive anvendt til at undersøge problemstillinger ved virksomhedsoverdragelser imellem køber og sælger før og efter overdragelse. Principalen og agenten anses i afhandlingen som hhv. køberen og sælgeren af målvirksomheden. Køberen sidestilles med principalen, da køber ønsker at sælger handler i overensstemmelse med dennes interesser, men ikke kan verificere korrektheden og værdien af de informationer sælger afgiver. Sælger sidestilles med agenten, da sælger som udgangspunkt har modsatrettede interesser.

Teorien vil i ex ante perspektivet i indeværende afhandling forsøge at udligne den asymmetriske information der eksisterer mellem parterne således, at adverse selection situationer undgås. Ex

³³ Bregn, K. (2013). Principal-agent teori – med særligt henblik på lønsystemer. Roskilde Universitet, Institut for Samfundsvidenskab og Erhvervsøkonomi, s. 6

³⁴ Knudsen, C. (1994), s. 166

³⁵ Knudsen, C. (1994), s. 167-168

³⁶ Ibid, s. 9.

post handler det for køber om at sikre sælgers incitament til at handle i overensstemmelse med købers interesser således, at moral hazard problemstillinger ikke indtræder.

1.7.4.4. Spilteori

Spilteorien bygger på den neoklassiske teori, hvor parterne er rationelle. Grundlæggende beskæftiger spilteori sig med situationer hvor økonomisk engagerede parter skal vælge en strategi med et givent payoff.³⁷ Spilteorien er således en analyse af de valg rationelle parter står overfor. Konflikt-situationen er spillet, hvor parterne skal træffe et valg der har en effekt på deres efterfølgende payoff. Den enkelte spiller står overfor et valg mellem forskellige strategier. Der eksisterer i spilteorien ikke fuldkommen valgfrihed, da strategimuligheder og payoffs på forhånd er fastlagt.³⁸

I afhandlingen vil spillet fangernes dilemma med og uden kommunikation blive anvendt til at analysere parternes strategivalg i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse. I fangernes dilemma er der ikke fuldkommen valgfrihed, men fuldkommen information om mulige payoffs.

Spillerne vil på baggrund af spillets payoffs have en dominerende strategi. En dominerende strategi er den strategi som spiller 1 vil vælge uanset hvilken strategi spiller 2 vælger. Afhandlingen vil forsøge at skabe et spil der sikrer en Kaldor-Hicks efficient løsning, hvilket er det højeste akkumulerede payoff. Endvidere skal spillet også sikre, at løsningen er spillernes dominerende strategi således, at spillerne ikke har incitament til at vælge andre strategier.

³⁷ Tvarnø, C. et al (2013). Vækst og værdiskabelse via nye innovationssamarbejder og partnerskaber. Frederiksberg: Law Department CBS, s. 100

³⁸ Ibid, s. 100

2. Køb og salg af virksomheder i et obligationsretligt perspektiv

Dette afsnit skal gennem en kortfattet redegørelse af lovbestemmelser, retspraksis og den retsvidenskabelige litteratur danne et overblik over retsgrundlaget mellem parterne (køber og sælger) i en virksomhedsoverdragelse. Redegørelsen af retsgrundlaget skal fastlægge retstillingen mellem parterne. Derudover introduceres de grundlæggende begreber på området, samt rationaler og overvejelser bag virksomhedsoverdragelser. Dette har til formål at danne grundlaget for emnerne der senere berøres i afhandlingen.

2.1 Retsgrundlag

Ved en virksomhedsoverdragelse forstås en transaktion, hvorved en virksomhed (målvirksomhed) overføres fra én ejer til en anden ejer, hhv. sælger og køber.³⁹ Virksomhedsoverdragelsen er et køb, hvorfor obligationsrettens almindelige principper, grundsætninger og misligholdsbeføjelser er gældende. Obligationsrettens almindelige del finder anvendelse på tværs af alle kontrakttyper.⁴⁰ Der er tale om en virksomhedsoverdragelse når transaktionen medfører ændringer i kontrollen af målvirksomheden, *f.eks.* hvis transaktionen medfører, at en part(køber) efter virksomhedsoverdragelsen udøver enekontrol i målvirksomheden. Derudover er den situation, hvor parterne efter transaktionen udøver fælles kontrol med målvirksomheden også at anse som en virksomhedsoverdragelse.

2.1.1 Overdragelsesformer

En virksomhedsoverdragelse, hvor virksomhedens kapitalandele, aktier eller anparter, sælges forstås som en aktieoverdragelse. Sælges samtlige af virksomhedens aktiver og i nogle tilfælde passiver forstås det som en substansoverdragelse. De nævnte modeller er de mest anvendte i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.

I aktieoverdragelser indtræder køber i sælgers retstilling således, at selve målvirksomheden for bliver uberørt, i og med det blot er ejerskabet der skifter. Købers indtræden i sælgers retstilling har den fordel, at eksisterende kontrakter forbliver, som følge af et ejerskifte ikke medfører et debitorskifte. Modsætningsvist kan købers indtræden også være en ulempe grundet den risici og de

³⁹ Hansen og Lundgren (2014), s. 29

⁴⁰ Andersen, M.B og Lookofsky, J. (2015). Lærebog i Obligationsret 1 – Ydelsen Beføjelser (4. Udgave, 2. oplag 2016). København: Karnov Group Denmark A/S., s. 19

forpligtelser der er forbundet med målvirksomhedens drift. Omvendt er fordelene og ulemperne ved valget af en substansoverdragelse. Købet af målvirksomhedens aktiver ændrer ikke retstillingen ift. forpligtelser og risici, da køber ikke indtræder i sælgers retstilling. Køber indtræder dog i målvirksomhedens retstilling over for de ansatte.⁴¹

2.1.2 Aftaleloven

Udgangspunktet for parterne i en virksomhedsoverdragelse følger af viljesprincippet om aftalefrihed⁴², og retligt bindende aftaler i Aftalelovens § 1: (*"Tilbud og svar på tilbud er bindende for afgiveren"*).⁴³ Om virksomhedsoverdragelsesaftalen skal det nævnes, at denne er omfattet af aftaleloven såfremt andet ikke følger af aftalen mellem parterne jf. aftalelovens § 1. Løfteprincippet i dansk ret er gældende for køber og sælger,⁴⁴ hvilket betyder, at tilbudsgiver fra afgivelsestidspunktet er bundet og der skabes derved et haltende retsforhold da tilbudsgiver bliver bundet før tilbudsmodtager.⁴⁵

Princippet om aftalefrihed i aftalelovens § 1 følger af Danske Lov 5-1-1 og 5-1-2, hvilket giver parterne frihed til at allokere risici samt forpligtelser i deres aftale.⁴⁶

2.1.3 Købeloven

Købeloven regulerer alle køb, dog ikke køb af fast ejendom jf. købelovens § 1 a.⁴⁷ Derudover regulerer købeloven ikke tjenesteydelser, da disse ikke anses for at være køb af en egentlig vare. Dette fastslås i dommen U.2010.332 Ø.⁴⁸ Købet af en virksomhed indebærer enten købet af

⁴¹ Hansen og Lundgren (2014), s. 65-66

⁴² Andersen, L.L og Madsen, M.B (2012). Aftaler og mellemænd (6. Udgave, 1. oplag). København: Karnov Group Denmark A/S., s. 19-20

⁴³ Aftaleloven § 1 – Lovbekendtgørelse 2016-03-02 nr. 193 om aftaler og andre retshandler på formuerettens område (Tjekket at det er den nyeste lovbekendtgørelse d. 8/5/19)

⁴⁴ Hansen og Lundgren (2014), s. 122 og Andersen, L.L og Madsen, M.B (2012), s. 35

⁴⁵ Tvarnø, C. D. og Østergaard, K (2018), s. 6

⁴⁶ Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2017). Nærmest til at bære risikoen i kontraktretten – En overset obligationsretlig grundsætning. Juristen, nr. 2 2017, side 35-43, s. 35

⁴⁷ Lovbekendtgørelse 2014-17-02 nr. 140 om køb (Tjekket at det er den nyeste lovbekendtgørelse d. 9/5/19)

⁴⁸ U.2010.332 Ø omhandler en aftale om levering og montering af et rullegitter til sikring af en ejendom. Landsretten lægger vægt på, at rullegitteret der bliver leveret, har karakter af et standardprodukt, mens selve den overvejende forpligtelse i aftalen er sikringen af ejendommen. Landsretten fastlægger derefter, at den indgåede aftale ikke er omfattet af købelovens § 54, og derfor kan det af denne dom udledes, at købeloven ikke finder anvendelse på tjenesteydelser.

kapitalandelene og dermed ejerskabet i målvirksomheden eller dets aktiver, hvorfor købet af en virksomhed er omfattet af købeloven jf. købelovens § 1 a. Købet af målvirksomhedens aktiver (substansoverdragelse) kan i køberetlig henseende anskues ift. flerhedsbetragtningen, i og med en evt. mangelsbedømmelse skal ske for hvert aktiv. Anderledes er det ift. købet af målvirksomhedens kapitalandele (aktieoverdragelse), hvor virksomhedsoverdragelsen skal anskues efter enhedsbetragtningen, som følge af sælger overdrager en sammenhængende funktionel enhed. Det følger også af Højesterets præmisser i sagen HRT 1948.75.⁴⁹

Købet af en virksomhed, enten substansen eller kapitalandelene, anses i køberetlig henseende som et specieskøb, da sælger kun kan opfylde sin forpligtelse ved at levere netop den aftalte genstand.⁵⁰ Dette gælder uagtet, at de i transaktionen overdragne aktiver i køberetlig forstand vil være generiske, hvilket følger af enhedsbetragtningen som samler de forskellige komponenter under ét.

Virksomhedsoverdragelsen skal endvidere anskues som et handelskøb efter købelovens § 4, i og med transaktionen er en aftale om køb indgået mellem handlende.⁵¹

Hovedreglen i købelovens § 1, stk. 1 definerer, at dens regler er deklaratoriske, hvilket vil sige at de kan fraviges ved aftale mellem parterne og derved kun finder anvendelse såfremt de involverede parter ikke aktivt har aftalt andet. Undtagelsen til dette, findes i købelovens § 1, stk. 2, som vedrører de beskyttelsespræceptive bestemmelser i forhold til forbrugerkøb. Da en virksomhedsoverdragelse, er defineret som et handelskøb, vil de gældende regler derfor anses som værende deklaratoriske.

Denne fastlæggelse betyder, at købelovens bestemmelser om mangler og misligholdsbeføjelser finder anvendelse på virksomhedsoverdragelser såfremt andet ikke aftales.

2.1.4 Sammenfatning af aftaleloven og købeloven

Det er udledt, at virksomhedsoverdragelsesaftaler er bindende, hvis ikke andet er aftalt og dermed omfatter aftaleloven virksomhedsoverdragelser. Det var den formentlig ikke tiltænkt, da den

⁴⁹ Højesteret anførte følgende i dens præmisser: "*købesummen må anses fastsat under hensyn ikke alene til værdien af maskinerne mm, men til hele virksomhedens værdi.*"

⁵⁰ Lovbekendtgørelse 2014-02-17 nr. 140 Købelov

⁵¹ Hansen og Lundgren (2014), s. 275-276

blev bekendtgjort i 1917⁵², hvilket kan give anledning til problemstillinger ift. aftalelovens tilstrækkelighed og effektive anvendelse i forbindelse med virksomhedsoverdragelser. Derfor anvendes kutymen og sædvaner til fortolkning i de tilfælde, hvor andet ikke er aftalt.⁵³

Princippet om aftalefrihed i aftalelovens § 1, har dog stadig en markant samt positiv betydning ved virksomhedsoverdragelser, da det giver aftaleparterne mulighed for at udforme aftalen således, at den fordeler risici samt forpligtelser efter deres ønske.

Det er samtidig fastlagt, at købeloven finder anvendelse på virksomhedsoverdragelser, men det følger af den retsvidenskabelige litteratur samt praksis, at købeloven, som blev konciperet i 1906, ikke egner sig til at regulere de komplekse virksomhedsoverdragelser der finder sted i dag.

De almindelige obligationsretlige regler kan altså siges at være udformet med henblik på at regulere traditionelle aftaler, der har egen-optimering som formål.⁵⁴

Udstrækningen og kompleksitetsniveauet af transaktionerne gør, at købeloven bør tilsidesættes. Parterne bør anvende deres aftalefrihed til at udforme overdragelsesaftalen således, at den utilstrækkelige købelov og de deraf afledte usikkerheder samt uhensigtsmæssigheder undgås.⁵⁵

På trods af købelovens utilstrækkeligheder finder den stadig anvendelse såfremt parterne ikke aftaler andet. Derfor vil de relevante bestemmelser i købeloven blive analyseret i de følgende afsnit.

2.1.5 Mangler og misligholdsbeføjelser

Kompleksitetsniveauet i virksomhedsoverdragelser er højt, hvorfor der ofte kan forekomme retlige og/eller faktiske mangler i forbindelse med overdragelsen. I en virksomhedsoverdragelse vil mangelsbedømmelsen ske analogt efter principperne i købelovens §§ 75a-76, som følge af, at der for handelskøb ikke findes en lovbestemt definition for mangler.

Det betyder derfor, at købelovens ellers beskyttelsespræceptive bestemmelser om forbrugerkøb i købelovens §75a-76 anvendes analogt på handelskøb.

En målvirksomhed lider af en mangel nærmere bestemt en faktisk mangel, hvis denne ikke lever op til det imellem parterne aftalte, af sælger oplyste, eller det der af køber måtte kunne forventes

⁵² Andersen, L.L og Madsen, M.B (2012), s. 31.

⁵³ Ibid, s. 33-34

⁵⁴ Tvarnø, C. et al (2013). s. 77

⁵⁵ Hansen og Lundgren (2014), s. 273-274

jf. købelovens § 76. Den mangel, retlig og/eller faktisk, en målvirksomhed måtte lide, berøres ikke af den af parterne valgte overdragelsesform da virksomhedsoverdragelser ansues ud fra enhedsbetragtningen.⁵⁶

Mangelsbedømmelsen i en virksomhedsoverdragelse kan ikke sammenlignes med mangelsbedømmelsen ved køb af løsøre, da kompleksiteten ved en overdragelse af en it-virksomhed til 1 milliard danske kroner og købet af en cykel, ikke kan sammenlignes.

Ved et handelskøb i købelovens forstand overgår risikoen til køber på overdragelsestidspunktet, hvorefter køber skal reklamere straks og uden ugrundet ophold i tilfælde af en mangel konstateres, jf. købelovens §§ 17, stk. 1 og 52, stk. 1.

Købelovens § 51 fastslår, at køber på overdragelsestidspunktet skal undersøge hele målvirksomheden, hvilket er umuligt som følge af kompleksitetskarakteren. End ikke undersøgelser før overdragelsestidspunktet, vil give køber den tilstrækkelige information om målvirksomheden. Køber vil først kunne identificere mangler, og have tilstrækkelig information om målvirksomheden til at reklamere efter tid. Reklamationen vil da ikke være rettidig jf. købelovens § 52.⁵⁷

En anden problemstilling er tidsforskydningen mellem undersøgelsestidspunktet (aftaleindgåelse/signing) og overdragelsestidspunktet (afslutning/closing). Udfordringen findes i, at målvirksomheden i perioden mellem aftalens indgåelse og afslutning ændrer sig som følge af virksomhedens drift. Det besværliggør vurderingen af om der på overdragelsestidspunktet foreligger en faktisk mangel.⁵⁸

Fraværet af mangelsdefinitionen for handelskøb og dermed virksomhedsoverdragelser løses ved anvendelse af principperne i købelovens § 75a-76 om mangler i forbrugerkøb, hvorfor typerne af misligholdelsesbeføjelser ved virksomhedsoverdragelser kan fastlægges ud fra købelovens specifikke bestemmelser herom. Køber vil i tilfælde af, at målvirksomheden lider af en faktisk mangel have tre misligholdelsesbeføjelser, hhv. ophævelse, forholdsmæssigt afslag i købsprisen, eller erstatning, som denne kan gøre gældende.

⁵⁶ Ibid, s. 269

⁵⁷ Ibid, s. 276

⁵⁸ Ibid, s. 276

2.1.3.4 Hævebeføjelsen

Udgangspunktet er, at køber af målvirksomheden kan hæve købet i tilfælde af målvirksomheden lider af en mangel, som bedømmes efter købelovens § 76. For at hæve købet skal der være tale om en væsentlig mangel jf. købelovens § 42, stk. 1, 1. pkt. Købers ret til at hæve begrænses dog ikke i tilfælde af sælgers svigagtige handlinger jf. købelovens § 42, stk. 1, 1. pkt.

I U.2014.587 H fremgår det hvorledes køber af et tv-apparat var berettiget til at hæve købet, som følge af sælger ikke havde oplyst køber om forhold der havde betydning for købers vurdering af tv'et. Højesteret gik i sagen ind, og anvendte købelovens § 76, stk. 1, nr. 3, og fastslog herefter, at køberen var berettiget til at hæve købet efter købelovens § 78, stk. 1, nr. 4.

Denne dom omhandler forbrugerkøb, men som nævnt ovenfor bedømmes mangler ved virksomhedsoverdragelser analogt efter købelovens §§ 75a-76, hvorfor det kan udledes, at manglende oplysninger om forhold der vil have betydning for købers vurdering af målvirksomheden, kan anses for at være en væsentlig mangel jf. U.2014.587 H.

Anskuelsen af en virksomhedsoverdragelse ud fra enhedsbetragtningen kan sætte en begrænsning for manglens væsentlighed, i og med et enkelt aktiv i de færreste tilfælde vil have betydning for målvirksomhedens samlede funktionalitet. Det beror derfor på en konkret vurdering af målvirksomhedens funktionalitet og værdi uden det mangelsbehæftede aktiv.

Ophævelsen af en virksomhedsoverdragelse efter den retsvidenskabelige litteratur samt købeloven synes nærmest umulig, da køber i tilfælde af ophævelsen skal levere den modtagne målvirksomhed tilbage i samme stand og mængde som ved levering jf. købelovens § 57, stk. 1. Eventuelle mangler der konstateres vil først forekomme efter tid jf. ovenfor⁵⁹, hvorfor det må antages, at en køber vil have foretaget forskellige dispositioner i målvirksomheden hvilket umuliggør muligheden for tilbagelevering.⁶⁰ Den eneste mulighed ift. dette ville være såfremt købelovens § 58 om genstandens forandring kun kan anses for opfyldt i tilfælde af ændringen skyldes genstandens egen beskaffenhed.⁶¹

Retspraksis forholder sig anderledes til dette, og har flere gange givet køber medhold i ophævelsen af købet af en virksomhed. I U.2004.1784 H havde sælger tilsidesat sin loyale oplysningspligt

⁵⁹ Afsnit 2.1.3 Mangler og misligholdsbeføjelser

⁶⁰ Hansen og Lundgren (2014), s. 280-283

⁶¹ Ibid, s. 283

ved ikke at oplyse køberen om et ordrestop fra en ikke ubetydelig debitor, og køberen var derfor berettiget til at hæve købet.⁶² Ligeledes var køberen af en cafevirksomhed berettiget til at hæve købet, som følge af, at sælgeren ikke havde oplyst om den omsætningsnedgang der havde været. Dette blev anset som en tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt.⁶³

På baggrund af dette kan det konstateres, at der er inkonsistens mellem den retsvidenskabelige litteratur og retspraksis, og der eksisterer derfor usikkerhed om hvorvidt køber kan hæve købet såfremt der foreligger en ikke uvæsentlig mangel. Ud fra retspraksis vurderes det, at der for køber af en virksomhed sandsynligvis eksisterer en ret til at hæve købet såfremt en væsentlig mangel konstateres.

2.1.3.2 Forholdsmæssigt afslag

Grundet usikkerheden om købers adgang til at gøre hævebeføjelsen gældende, synes muligheden for at kræve et forholdsmæssigt afslag mere enkel. Køber kan kræve et forholdsmæssigt afslag, såfremt der foreligger en mangel jf. købelovens § 42.⁶⁴

Der er ingen lovbestemt regulering eller begrænsning af forholdsmæssige afslag i virksomheds-overdragelser, men der vil sædvanligvis være en bagatelgrænse, lignende den i retspraksis udviklede bagatelgrænse for køb og salg af fast ejendom.⁶⁵

Der opereres i virksomhedsoverdragelser med to forskellige metoder til at opgøre det forholdsmæssige afslag på, som er single basket amount og total basket amount. Krav der opgøres efter single basket amount medfører, at sælger kun bærer den økonomiske risiko i de tilfælde kravet overstiger bagatelgrænsen. Opgøres krav efter total basket amount akkumuleres kravene således, at det er den samlede værdi af alle kravene som stilles op imod bagatelgrænsen.⁶⁶ Bagatelgrænselværdien samt hvorvidt sælger bærer den økonomiske risiko for det fulde beløb, afhænger af

⁶² U.2004.1784 H - Køber var berettiget til at ophæve aftale om køb af virksomhed.

⁶³ U.2011.47 Ø - Ophævelse af køb af cafévirksomhed berettiget, idet sælger ikke havde oplyst om omsætningsnedgang på ca. 70 procent.

⁶⁴ Denne bestemmelse definerer forskellen på en væsentlig mangel og en mangel af uvæsentlig karakter. En uvæsentlig mangel giver ikke køber adgang til at hæve.

⁶⁵ Hansen og Lundgren (2014), s. 284.

⁶⁶ Ibid, s. 764.

virksomhedsoverdragelsesaftalen.⁶⁷ Som nævnt er bagatelgrænsen hverken lovreguleret eller begrænset på anden vis, og vil blive aftalt fra transaktion til transaktion. Bagatelgrænsen antages procentvis at ligge på omkring 5 %.⁶⁸

Foruden bagatelgrænsen, vanskeliggøres opgørelsen af et forholdsmæssigt afslag, da det økonomiske grundlag for opgørelsen næppe i alle tilfælde kan laves ud fra enhedsbetragtningen.

Det er derfor nødvendigt, at der i en substansoverdragelse foretages en fordeling af købesummen på bestemte aktiver, således at princippet om flerhedsbetragtningen anvendes.

Ved aktieoverdragelser er der ikke mulighed for at fordele købesummen på de enkelte aktiver, i og med det købte er kapitalandele. Forholdsmæssige afslag i aktieoverdragelser beror derfor på et konkret skøn af det mangelsbehæftede aktivs værdi ift. målvirksomheden samt hvorledes det påvirker målvirksomhedens forretningsmæssige aktivitet.⁶⁹

Et eksempel på bagatelgrænsen kunne være en situation, hvor køber erhverver en produktionsvirksomhed for 1 milliard danske kroner, og efterfølgende konstaterer en mangel på en maskine. Manglen udgør en værdiforringelse på 35 millioner (3,5%). Dette vil såfremt bagatelgrænsen vurderes at være 5 % ikke give køber ret til forholdsmæssigt afslag.

Rationalet bag dette antages at være, at en virksomhedsoverdragelse er en tidskrævende og omkostningstung proces, hvor der ikke ønskes at give køber mulighed for at kræve forholdsmæssigt afslag for bagatelkrav.

2.1.3.3 Erstatning

Køber kan kræve erstatning i tilfælde hvor sælger har handlet svigagtigt eller målvirksomheden efter overdragelsen savner egenskaber grundet en mangel jf. købelovens § 42, stk. 2. Køber kan såfremt de almindelige erstatningsbetingelser er opfyldt kræve erstatning, hvorfor erstatningsbeføjelsen ikke afleder problemer som de to førnævnte misligholdelsesbeføjelser.⁷⁰

Flere domme statuerer købers ret til erstatning.

⁶⁷ Det fulde beløb referer til, at sælger skal kompensere køber svarende til værdien af det fulde krav, og dermed anses bagatelgrænsen ikke som en form for selvrisko. Modsætningsvis kan det aftales, at sælger kun skal kompensere køber beløbet det overstiger bagatelgrænsen.

⁶⁸ Hansen og Lundgren (2014), s.284, fodnote 22.: *Bagatelgrænse anses for at være lavere end den samme ved køb af fast ejendom (8-10%).*

⁶⁹ Ibid, s. 284-285.

⁷⁰ Ibid, s. 285-286

I U.1996.928 H blev køberen af en virksomhed tildelt en erstatning højere end købesummen, som følge af sælgers svigagtige handling samt, at den konstaterede mangel havde stor betydning for målvirksomhedens videre eksistens.⁷¹

I U.2009.1598 H fik køberen af en virksomhed godtgørelse til udbedring af ejendommene og erstatning for tabet ved efterfølgende salg, som følge af brud på en indeståelse sælger havde afgivet i forbindelse med overdragelsesaftalen.⁷² Det kan ud fra de nævnte domme udledes, at køber i tilfælde af målvirksomheden lider en mangel kan kræve erstatning. Særligt i tilfælde hvor sælger har afgivet en garanti der efterfølgende brister, er det enkelt for køber at kræve erstatning. Tilkendelse af erstatning til køber følger af genoprettelsessynspunktet, således at køber bliver stillet som om målvirksomheden var leveret i korrekt stand.

2.1.3.4 Sammenfatning af misligholdelsesbeføjelser

Det er ovenfor beskrevet hvilke udfordringer, det giver, at virksomhedsoverdragelser er omfattet af købeloven såfremt parterne ikke har aftalt andet. Udstrækningen af købeloven er som nævnt i forrige afsnit 2.1.2 (Købeloven) uhensigtsmæssig og medvirker, at der ved virksomhedsoverdragelsen er en række usikkerheder forbundet med fastlæggelsen af retsgrundlaget.

Dette er også grunden til, at parterne i en virksomhedsoverdragelsesaftale hyppigt vælger at fravige dele af købeloven, og udelukkende medtager erstatningsbeføjelsen.⁷³ Fravigelsen har den betydning, at de uhensigtsmæssigheder købeloven medfører elimineres, og erstatningsbeføjelsen, som ikke afleder problemstillinger beholdes.

2.1.3.5 Juridisk delkonklusion

Det er anført hvorledes aftaleloven såvel som købeloven regulerer køb og salg af virksomheder såfremt andet ikke er aftalt inter partes. Målvirksomheden betragtes som en samlet enhed, og særligt ved aktieoverdragelser er det svært at vurdere værdien af den værdiforringelse manglen udgør af den samlede købesum. Vurderingen af hvorvidt der foreligger en mangel sker analogt efter købelovens §§ 75a-76, hvorefter køber kan gøre en af de tre misligholdelsesbeføjelser i købelovens §

⁷¹ U.1996.928 H - Erstatning til købere af virksomhed for tab på grund af sælgers svigagtige forhold.

⁷² U.2009.1598 H - Køber af virksomhed havde krav på erstatning pga. udgiftskrævende arbejdsmiljøproblemer i den købte virksomhed.

⁷³ Hansen og Lundgren (2014), s. 38.

42 gældende, hvilket afleder en række problemstillinger.

Den første problemstilling er ift. hævebeføjelsen der efter købeloven synes umulig, som følge af målvirksomheden skal tilbageleveres i samme stand som på overdragelsestidspunktet jf. købelovens § 57. Tilbageleveringen vil dermed kun kunne ske i tilfælde hvor køber ikke har foretaget nogen dispositioner i målvirksomheden, hvilket må antages at være grunden til den retsvidenskabelige litteratur tilslutter sig dette. Anderledes ser det ud i forhold til retspraksis på området, da Landsretten såvel som Højesteret har fastslået købers berettigelse til at hæve købet af en virksomhed.

Det fremstår derfor mere naturligt, at køber i tilfælde af en eller flere mangler kan få et forholdsmæssigt afslag, men dette begrænses når der er tale om aktieoverdragelser på grund af virksomheden betragtes som en enhed, og vurderingen af hvilken værdiforringelse manglen udgør af den samlede værdi besværliggøres. Forholdsmæssige afslag er derfor mest anvendelig på substansoverdragelser, hvilket er en mindre anvendt overdragelsesform. Erstatning er derfor den mest anvendelige misligholdsbeføjelse ift. køb og salg af virksomheder. Erstatning er oftest den eneste misligholdsbeføjelse der gøres gældende, da parterne oftest anvender aftalefriheden til at fravige de øvrige misligholdelsesbeføjelser.⁷⁴

Afslutningsvis medfører fravigelsen af købelovens øvrige bestemmelser en eliminering af de uensigtsmæssigheder købeloven afleder, når denne anvendes på virksomhedsoverdragelser.

⁷⁴ Ibid, s. 38.

3. Due Diligence

Due diligence-undersøgelsen er købers undersøgelse af målvirksomheden i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse. En due diligence-undersøgelse er et amerikansk begreb, der udspringer af amerikansk kapitalmarkedsret og er internationalt anerkendt.⁷⁵ Due diligence-undersøgelsen som køber foretager af målvirksomheden må anses som nødvendig for at kunne træffe en beslutning på et oplyst grundlag.⁷⁶ Due diligence-undersøgelsen anses som købers bedste mulighed for at mindske den informationsasymmetri der eksisterer mellem sælger og køber ex ante.

3.1 Risikobegrebet

Det er ovenfor nævnt, at due diligence-undersøgelsen er købers bedste mulighed for at afdække eventuelle risici forbundet med en virksomhedsoverdragelse, hvorfor det er nødvendigt med lidt begrebshygge således, at risikobegrebet i hhv. juridisk og økonomisk terminologi bliver defineret.

I den retsvidenskabelige litteratur anses risikobegrebet som situationen hvor en part ikke kan rette krav mod en anden part i forbindelse med en tabsforvoldende hændelse.⁷⁷ ⁷⁸ Det er derfor et spørgsmål om hvem der må bære risikoen for, at et forhold består uanset hvordan forholdet i retlig forstand fremstår. Det er gældende på tværs af regler og situationer.⁷⁹ At en part bærer risikoen betyder, at denne bærer omkostningerne i forbindelse med en tabsforvoldende hændelse. I forlængelse heraf noteres det, at udtrykket nærmest til at bære risikoen anvendes i kontraktretten.⁸⁰ I virksomhedsoverdragelsessammenhæng hvor køberen i én aktieoverdragelse indtræder i målvirksomhedens retstilling, og dermed overtager juridiske risici samt forpligtelser, vil køberen være nærmest til at bære risikoen i de tilfælde hvor der ikke kan rettes krav mod sælgeren.

Risikobegrebet i økonomisk henseende anses som forholdet mellem investeringens mulige økonomiske tab og den mulige økonomiske gevinst. Risiko afdækkes økonomisk gennem risikostyring. Eksempelvis kan køber vælge, at en del af købesummen skal deponeres, eller bede sælger stille et

⁷⁵ Ibid, s. 247.

⁷⁶ Ibid, s. 248.

⁷⁷ Andersen, M.B og Lookofsky, J. (2015), s. 145

⁷⁸ Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2017), side 35

⁷⁹ Ibid

⁸⁰ Ibid

tilfredsstillende garantikatalog. Derudover kan denne alene eller i samspil med sælger tegne forsikring således, at den økonomisk risiko væltes over på forsikringsselskabet mod en forsikringspræmie.⁸¹

3.2 Due Diligence – teori og praksis

Grundlæggende foretages due diligence-undersøgelsen i den prækontraktuelle fase, da køber ikke besidder tilstrækkelig information om målvirksomheden. Køber kender til overfladiske forhold og har nogle tanker om, hvordan virksomheden er sammensat og kan bidrage med værdi til køber. Køber vil derfor have behov for mere information for at kunne træffe en beslutning om at investere.

Der eksisterer en markant informationsasymmetri mellem køber og sælger ex ante. Køber kan gennem due diligence-undersøgelsen identificere forskellige økonomiske samt juridiske problemstillinger, og dermed mindske informationsasymmetrien, samt undersøge muligheder og udfordringer ved målvirksomheden.

Sædvanligvis undersøges målvirksomheden grundigt, og undersøgelserne vil være delt op i forskellige kerneområder bl.a. juridiske, regnskabsmæssige, finansielle, tekniske, kommercielle, miljømæssige og ansættelsesretlige aspekter.⁸² Undersøgelsen vil sædvanligvis finde sted forud for indgåelsen af en betinget købsaftale.⁸³ Undersøgelsen vil aldrig kunne identificere alle risici, da en undersøgelse fra enden til anden vil være for tidskrævende. Derudover vil der altid være uidentificerbare risici forbundet med virksomhedsoverdragelser. Det er derfor almindeligt, at virksomhedsoverdragelsesaftalen vil indeholde garantier, erklæringer og indeståelser der senere i afhandlingen vil blive belyst.⁸⁴

3.2.1 Fordele og ulemper ved Due Diligence-undersøgelse

Der er både fordele og ulemper forbundet med due diligence-undersøgelsen. Det er en fordel for sælger, at køber undersøger målvirksomheden, da risikoen for et efterfølgende erstatningskrav reduceres. Købers undersøgelse af målvirksomheden, vil også øge sandsynligheden for, at

⁸¹ Hansen og Lundgren (2014), s. 243-244.

⁸² Ibid, s. 249.

⁸³ Ibid s. 252.

⁸⁴ Se mere hertil i kapitel 7

forventninger til overdragelsen indfries. Køber mindsker ved undersøgelse af målvirksomheden den asymmetriske information, hvilket antages at være en fordel.

Ulempen ved due-diligence-undersøgelsen er, at det er en omkostningstung proces for både sælger og køber.⁸⁵

Processen foregår normalt således, at sælger opretter et datarum, hvor alt relevant materiale placeres. Køber vil anvende specialister i virksomheden eller udefrakommende konsulenter til at undersøge de forskellige aspekter i målvirksomheden således, at udfordringer og muligheder ved den potentielle overdragelse identificeres. Endvidere vil målvirksomhedens strategi kunne identificeres på baggrund af undersøgelsen, og dermed vil potentielle synergieeffekter blive identificeret.

Det er en markant ulempe for sælger, at virksomhedens fortrolige oplysninger deles med udefrakommende parter i det oprettede datarum.⁸⁶ I nogle virksomhedsoverdragelser vil den potentielle køber være en konkurrent, hvilket anses at være ekstremt byrdefuldt for sælger såfremt købet ikke gennemføres og konkurrenten har fået adgang til fortrolige oplysninger.

Der opstår her en problemstilling da sælgers naturlige handling vil være at selekttere hvilke oplysninger der fremligges i datarummet i frygt for købers misbrug af fortrolige oplysninger. Derfor vil det være naturligt for sælger kun at give adgang til generel viden om målvirksomheden, hvilket køber kun kan anvende delvist.

Delvist skal forstås på den måde, at der oftest i en overdragelsesproces, vil være en køber, som har en begrænset viden og en sælger med komplet information om målvirksomheden. Derfor vil den korrekte information som sælger deler med køber være relevant, da det vil mindske informationsasymmetrien. Det vil dog også være rationelt at tænke, at en sælger kun vil oplyse om generelle ting, men holde værdiskabende information utilgængelig i en indledende due diligence proces.

Værdiskabende informationer kan være produktionsmetoder, opskrifter, it-systemer, kundeoplysninger, priser etc. Hvis modparten er en konkurrent, vil sælgers incitament til at oplyse om værdiskabende forhold mindskes yderligere. Afslutningsvis vil sælger foretrække kun at skulle afgive

⁸⁵ En omkostningstung proces er i denne forbindelse en proces der er forbundet med mange transaktionsomkostninger.

⁸⁶ Hansen og Lundgren (2014), s. 257

garantier, erklæringer eller indeståelser om fortrolige oplysninger, således at de fortrolige oplysninger først kommer til købers kundskab efter virksomhedsoverdragelsen.

Det må baggrund af ovenstående kunne konkluderes, at sælgers manglende incitament til at dele værdiskabende forhold forsinker overdragelsesprocessen, mindsker købers mulighed for vurdering af målvirksomheden samt øger sandsynligheden for et efterfølgende erstatningskrav for manglende indfrielse af forventninger.

Sælgers naturlige handling om at undlade at oplyse nogle informationer giver anledning til at undersøge hvorledes sælger er beskyttet i tilfælde af misbrug af informationerne herunder særligt fortrolige informationer.

3.3 Sælgers beskyttelse ved informationsdeling

Det er ovenfor anført hvorledes sælger i forbindelse med virksomhedsoverdragelser, opretter et datarum med informationer om målvirksomheden, som køber undersøger.

Ligeledes er det anført, at afgivelsen af fortrolige oplysninger om målvirksomheden kan være en ulempe, da en opportunistisk ikke-købende køber ville kunne misbruge informationen.

Det er en interessant problemstilling, hvorvidt sælger er beskyttet imod en opportunistisk ikke-købende køber efter dansk ret, og om beskyttelsen er tilstrækkelig til at sikre en mere effektiv overdragelsesproces.

I forbindelse med virksomhedsoverdragelser er det sædvanligt, at en fortrolighedsaftale indgås mellem parterne med henblik på at begrænse og forhindre, at køber videregiver eller misbruger fortrolige oplysninger denne har tilegnet sig i løbet af processen.⁸⁷

En fortrolighedsaftale regulerer oftest følgende forhold:

- Hvilke oplysninger der anses som værende fortrolige
- Hvorledes fortrolige oplysninger skal opbevares
- At fortrolige oplysninger ikke må videregives
- Hvilke informationer der IKKE anses som værende fortrolige⁸⁸

⁸⁷ Ibid, s. 146.

⁸⁸ Ibid, s. 146.

Fortrolige oplysninger kan anses som forretningshemmeligheder, hvilket analyseres nedenfor.

3.3.1 Lov om forretningshemmeligheder

Hvorvidt fortrolighedsaftalens indhold beskytter sælger tilstrækkeligt således, at sælger kan placere fortrolige oplysninger i datarummet, og medvirke til en effektiv overdragelsesproces analyseres nedenfor.

Udgangspunktet ved købers brud på en fortrolighedsaftale kan sidestilles med aftalebrud, hvilket efter dansk ret vil gøre sælger erstatningsberettiget.⁸⁹ Aftalebrud er eksempelvis set i U.2018.2879 Ø omhandlende Flakfortet, hvor bruddet medførte, at sagsøger var erstatningsberettiget samt havde ret til at hæve den betingede købsaftale.

Til at analysere retsstillingen ved brud på fortrolighedsaftaler anvendes lov om forretningshemmeligheder fra 2018.⁹⁰

En forretningshemmelig defineres i loven ud fra tre kumulative bestemmelser i § 2, nr. 1, litra a-c, som følger:

”1. Forretningshemmelighed: Oplysninger, der

a) er hemmelige i den forstand, at de ikke i deres helhed eller i den præcise udformning eller sammensætning er almindeligt kendt blandt eller umiddelbart tilgængelige for personer i de kredse, der normalt beskæftiger sig med den pågældende type oplysninger,

b) har handelsværdi, fordi de er hemmelige, og

c) under de givne omstændigheder er blevet underkastet rimelige foranstaltninger til hemmeligholdelse af den person, som lovligt kontrollerer oplysningerne.”⁹¹

Lovens § 4, stk. 2 favner om informationer der er tilkommet køber i forbindelse med sælgers afgivelse af fortrolige oplysninger samt ved købers due diligence-undersøgelse af målvirksomheden.

Loven om forretningshemmeligheder erstattede markedsføringslovens § 23 der før regulerede forretningshemmeligheder. Før indførslen blev anvendelsen eller videregivelsen af en

⁸⁹ Ibid, s. 148.

⁹⁰ Lovbekendtgørelse nr. 309 af 25/4/2018 om forretningshemmeligheder. (Tjekket at det er den nyeste lovbekendtgørelse d. 9/5/19)

⁹¹ Ibid

forretningshemmelighed anset som en ulovlig handling, og erstatningsudmålingen skete efter dansk rets almindelige regler jf. markedsføringslovens § 24. I lov om forretningshemmeligheder anses det at videregive eller misbruge fortrolige informationer ligeledes som en overtrædelse af lovgivningen jf. § 4, stk. 2.

Videregivelse af fortrolige oplysninger uden samtykke, kan anses som værende misligholdelse af fortrolighedsaftalen. Misligholdes fortrolighedsaftalen fra købers side, indeholder lov om forretningshemmeligheds § 15, stk. 1 adgang for sælger til at kræve erstatning som skal opgøres efter § 15, stk. 2 og 3.

Det kan sammenlignes med en tilsidesættelse af loyalitetspligten, som kan medføre, at den misligholdende part pådrager sig erstatningsansvar overfor skadelidte, som det blandt andet ses i U.2018.2879 Ø.

I lov om forretningshemmeligheder skærpes ansvarsgrundlaget, da § 15, stk. 4 giver skadelidte adgang til at kræve godtgørelse for ikke økonomisk skade, i modsætning til tidligere, hvor der jævnfør markedsføringsloven samt straffeloven ikke var hjemmel til at tilkende sælger godtgørelse.^{92 93}

Udmålingen af godtgørelse sker på baggrund af den økonomiske ulempe som er forbundet med overtrædelsen af fortrolighedspligten.⁹⁴ Dette vil bero på et konkret skøn i den givne situation.

Lov om forretningshemmeligheder vurderes på baggrund af ovenstående at sikre sælger en bedre beskyttelse via en eksplicitering af erstatningsudmålingen i loven, samt en ret til at kræve godtgørelse efter § 15, stk. 2-4.

Det skal bemærkes, at den retsvidenskabelige litteratur forholder sig kritisk til dette, i og med det er en omkostnings- og ressourcetung proces at opgøre og dokumentere skadelidtes tab for købers misbrug af fortrolige oplysninger. Det sætter spørgsmålstegn ved sælgers reelle beskyttelse af lovgivningen på området, samt dens effektive anvendelse i praksis.⁹⁵

Afhandlingen stiller spørgsmålstegn ved anvendelsen, da sælger i praksis beskytter sig på anden vis.

⁹² Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2019). Loyalitetsgrundsætningen i dansk ret – Indhold og retsvirkninger ved tilsidesættelse. CBS Law Department., s. 9

⁹³ Lov om forretningshemmeligheder med Karnovs noter – note 78.

⁹⁴ Ibid

⁹⁵ Det bemærkes, at den retsvidenskabelige litteratur forholder sig til forhenværende § 23 i markedsføringsloven, der er ophævet til fordel for lov om forretningshemmeligheder af d. 25/4/2018.

3.3.2 Sælgers beskyttelse i praksis

Sælger beskyttes i praksis ved, at parterne udformer en fortrolighedsaftale. Retsvirkningerne for denne, er beskrevet ovenfor. Sælger starter processen med at dele mere generelle oplysninger om målvirksomheden i datarummet. Køber undersøger herefter det oplyste og vurderer om processen skal gå videre. Såfremt dette er tilfældet, foretages en runde to due-diligence, hvor sælger deler flere oplysninger i datarummet, som køber undersøger.⁹⁶

Er der forsat interesse, vil en betinget købsaftale blive underskrevet. Her vil blandt andet indgå en walk away-fee, som har til hensigt at sikre sælger mod en opportunistisk ikke-købende køber, der omkostningsfrit⁹⁷ kan indgå i en due diligence-undersøgelse og tilegne sig ellers utilgængelig information og derefter blot fratræde overtagelsen uden at skulle tildele sælger en økonomisk kompensation. walk away-fee er det beløb det vil koste køber at fratræde købsaftalen.

Sælger har på nuværende tidspunkt ikke delt de mest følsomme og værdiskabende oplysninger, og vil sandsynligvis heller ikke gøre det før en endelig aftale er underskrevet.

Dette kan medføre, at købers utilstrækkelige viden om målvirksomheden forhindrer et køb.

Denne problematik løses i praksis ved oprettelse af et clean room. Et clean room, er et datarum i datarummet, som kun ganske få personer tillades adgang til. Her vil købers finansielle samt juridiske rådgivere gives adgang til de mest følsomme oplysninger, såsom priser og kundelister etc. Købers rådgivere underskriver en separat fortrolighedsaftale der regulerer deres særlige tavshedspligt.⁹⁸

Købers rådgivere kommer her i besiddelse af yderst sensitiv information og må ikke dele denne med sin klient. Dog må rådgiverne foreslå køber at tage forbehold for eventuelle ting de har fundet i clean room. De kan derudover kommentere på målvirksomhedens generelle tilstand uden eksplicit at nævne konkrete priser, kundenavne etc. Det giver køber tilstrækkelig indsigt i målvirksomhedens forhold, samtidig med at sælgers eksakte priser og kundelister holdes fortrolige, såfremt aftalen bryder sammen i sidste øjeblik.

⁹⁶ Se bilag 3

⁹⁷ Det vil kræve omkostninger at foretage en due diligence, men med omkostningsfrit menes, at den opportunistiske ikke-købende køber ikke skal afsætte yderligere ressourcer til transaktionen, da denne ikke har til hensigt at gennemføre et køb.

⁹⁸ Se bilag 3

Ovenstående proces kunne tale for, at sælger generelt ikke ser sig tilstrækkeligt beskyttet af loyalitetsforpligtelsen i loyalitetsgrundsætningen, samt baggrundsretten, der blandt andet regulerer fortrolighedsaftalen.⁹⁹

3.3.3 Sælgers beskyttelse delkonklusion

Det er vigtigt at pointere, at beskyttelsesforanstaltninger der opsættes, aldrig kan beskytte en part mod svigagtige handlinger fra en opportunistisk modpart.

Opdateringen af lovgivningen vurderes at sikre sælger en bedre beskyttelse imod misligholdelse af fortrolighedsaftalen som følge af den udvidede og præciserede erstatningsudmåling for tab samt evt. godtgørelse for ikke-økonomisk tab.

Hvilken eventuel effekt den nye lovgivning har på virksomhedsoverdragelsesområdet, herunder processen ved sælgers deling af fortrolige oplysninger, kan på nuværende tidspunkt ikke vurderes, da loven på afhandlingens affatningstidspunktet har været i kraft i under et år.

I praksis anvendes et clean room til at sikre sælgers fortrolige oplysninger, hvilket anses som værende en mangel på tillid til baggrundsretten effektive beskyttelse af sælger.

3.4 Sælgers loyale oplysningspligt

Det er ovenfor beskrevet hvorledes videregivelse af information kan være en ulempe for sælger, hvilket vil medføre, at sælger i nogle tilfælde ikke vil dele fortrolige oplysninger.

Sælgeren af en virksomhed har dog efter dansk ret en pligt til at agere loyalt overfor køber, som følge af den i retspraksis udviklede loyalitetsgrundsætning.¹⁰⁰

Loyalitetsgrundsætningen, som er en obligationsretlig grundsætning, finder anvendelse på tværs af alle kontrakttyper, udtrykker det generelle princip om, at parter skal varetage hinandens interesser. Dette med det forbehold, at parterne vil være private virksomheder med egen-optimering samt profitmaksimering for øje når de indgår i en aftale, hvilket antages at være naturligt.¹⁰¹

Sælgeren i en virksomhedsoverdragelse har derfor pligt til loyalt at oplyse om målvirksomheden således, at der fremstilles et retvisende billede af målvirksomheden hvor særligt de forhold, som

⁹⁹ Se bilag 3

¹⁰⁰ Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2019). s. 1

¹⁰¹ Ibid

sælger vurderer af vigtig karakter for køber, er oplyst. Denne pligt er bedre kendt som sælgers loyale oplysningspligt, også kaldet Caveat venditor, som betyder, at sælger bør tage sig i agt, og udspringer af culpa-reglen.¹⁰²

Sælgers loyale oplysningspligt er en del af den obligationsretlige loyalitetsgrundsætning, der som bekendt er dynamisk. Rækkevidden af sælgers loyale oplysningspligt er ikke klart beskrevet i gældende ret. Den loyale oplysningspligt er af dynamisk karakter, da forpligtelser udvikler sig over tid.¹⁰³ Sælgers oplysningspligt fastlægges efter de konkrete omstændigheder.

Oplysningspligten er endvidere kodificeret i købelovens § 76, stk. 1, nr. 3.¹⁰⁴ Bestemmelsen fastslår, at der foreligger en mangel når sælger har forsømt sin oplysningspligt. Denne forsømmes i de tilfælde, hvor sælger ikke oplyser om forhold der vil have betydning for købers vurdering af salgs-genstanden (målvirksomheden).¹⁰⁵

Sælger har som udgangspunkt kun pligt til at oplyse om forhold som er i købers interesse. Sælgers oplysningspligt skærpes såfremt køber erklærer sin interesse for et bestemt forhold.¹⁰⁶

Oplysningspligten vedrører kun virksomhedens individuelle forhold og ikke særlige markeds- eller brancheforhold jf. U.2001.1293 H.¹⁰⁷ Det er en helhedsvurdering der ligger til grund for afgørelsen om hvorvidt sælger har forsømt sin loyale oplysningspligt og det vurderes konkret i forhold til de nærmere omstændigheder.

I U.2018.2879 Ø afspejles det tydeligt, at sælgers loyale oplysningspligt vurderes på ud fra konkrete omstændigheder samt de oplysninger der har betydning for købers vurdering af salgsgenstanden.

U.2018.2879 Ø omhandlede indgåelsen af en betinget købsaftale om købet af det beskyttede fortidsminde Flakfortet, der i datiden var en del af Københavns befæstning. Dommen omhandler købet af fast ejendom, men kompleksitetsniveauet i sagen var af en sådan karakter, at det mindede

¹⁰² Ibid, s. 5.

¹⁰³ Ibid, s. 1.

¹⁰⁴ Ibid, s. 5

¹⁰⁵ Købeloven § 76, stk. 1, nr. 3.

¹⁰⁶ Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2019), s. 5

¹⁰⁷ U.2001.1293 H omhandlede salget af en virksomhed der beskæftigede sig i bådbranchen. Sælgeren af virksomheden havde undlagt at oplyse om en rapport med negative fremtidsudsigter for branchen. Dette blev af Højesteret ikke anset som en tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt, som følge af rapporten ikke havde nogen relation til virksomhedens individuelle forhold, men blot omhandlede markeds generelle forhold.

om en virksomhedsoverdragelse.¹⁰⁸ I den betingede købsaftale oplyste sælgeren, at der ikke dem bekendt var truffet beslutninger der ville medføre en senere udgift for ejendommen.¹⁰⁹

Køberen foretog efter underskrivelse af den betingede købsaftale en due diligence-undersøgelse, der viste, at sælger ikke havde haft de fornødne tilladelser til at ombygge og renovere Flakfortet. Genetablering af ejendommen ville medføre store omkostninger for køber.

På baggrund heraf fandt Østre landsret, at sælgeren klart havde tilsidesat sin loyale oplysningspligt ved ikke at oplyse om de manglende tilladelser. Det uoplyste blev vurderet at have haft betydning for købers beslutning om at investere, og sælger havde derfor handlet ansvarspådragende. Køberen blev tilkendt erstatning svarende til negativ kontraktsinteresse.^{110 111}

Helt overordnet set, kan sælger anses for at have opfyldt sin loyale oplysningspligt, når denne har givet sædvanlige og korrekte oplysninger og på loyal vis givet køber mulighed for at undersøge relevante forhold nærmere.¹¹²

Formålet med den loyale oplysningspligt kan udledes af købelovens § 76, stk. 1, nr. 3, i og med denne fastslår, at sælger skal oplyse om forhold der har betydning for købers beslutning.

I virksomhedsoverdragelsessammenhæng er formålet dermed, at køber på baggrund af sælgers oplysninger skal kunne træffe en beslutning på et kvalificeret, velinformeret grundlag.

3.5 Købers undersøgelsespligt

Pendanten til sælgers loyale oplysningspligt, er købers undersøgelsespligt, også kaldet caveat emptor, som betyder, at køber skal tage sig i agt. Undersøgelsespligten findes i købelovens § 47. Bestemmelsen fastlægger, at såfremt køber har forsømt sin undersøgelsespligt før køkets afslutning, eller uden skellig grund undladt at efterkomme sælgers opfordring hertil, vil køber ikke kunne påberåbe sig mangler ved salgsgenstanden, som han kendte, eller burde kende til ved kontraktens indgåelse.¹¹³

¹⁰⁸ U.2018.2879 Ø – Side 8

¹⁰⁹ U.2018.2879 Ø – side 2

¹¹⁰ U.2018.1879 Ø – side 9

¹¹¹ Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2019), s. 6.

¹¹² Ibid, s. 6.

¹¹³ Købelovens § 42.

Som det nævnes i ovenstående, opretter sælger i forbindelse med købers due diligence-undersøgelse et datarum. Oprettelse af et datarum anses i praksis som en stiltiende opfordring fra sælger til køber om at undersøge salgsgenstanden nærmere.

Udgangspunktet er, at der ikke foreligger en egentlig pligt hos køber til at foretage en due diligence-undersøgelse inden et virksomhedskøb. Fastholdes principperne fra købeloven, eksisterer der jævnfør § 47 først en pligt til at undersøge salgsgenstanden (målvirksomheden), såfremt sælger opfordrer hertil.

Som nævnt flere gange tidligere, anses købelovens regler utilstrækkelige til at regulere virksomhedsoverdragelser grundet kompleksiteten.

Det vil alt andet lige være lettere at undersøge en bakke jordbær i Irma inden købet gennemføres, end at undersøge en virksomhed og dens utallige ubekendte forhold.

Der eksisterer efter købelovens § 51 en pligt for køber til at undersøge hele målvirksomheden, når denne leveres, hvilket antages at være umuligt i praksis grundet kompleksitetsniveauet i virksomhedsoverdragelser.¹¹⁴ Endvidere fastslår denne bestemmelse at undersøgelsen skal være som ordentligt forretningsbrug kræver¹¹⁵, hvilket giver anledning til at vende blikket imod due diligence-undersøgelsen, som efter den retsvidenskabelige litteratur har udviklet sig til en retlig standard.¹¹⁶

3.6 Samspillet mellem oplysningspligten og undersøgelsespligten.

For at kunne vurdere hvorvidt due diligence-undersøgelsens har udviklet sig til en retlig standard, skal samspillet mellem sælgers loyale oplysningspligt og købers undersøgelsespligt klarlægges.

Due diligence-undersøgelser bliver anvendt på de fleste virksomhedsoverdragelser, hvorfor due diligence-undersøgelsen også afspejles i nogle domstolsafgørelser. Sælgers loyale oplysningspligt afspejles ligeledes i afgørelserne.

I U.1994.698/2 H forsøgte køber at gøre en virksomhedsoverdragelsesaftale ugyldig og kræve erstatning, som følge af forventningerne til målvirksomhedens indtjeningsevne bristede og resulterede i en senere konkurs. Køberen fik ikke medhold i ugyldighedspåberåbelsen, som følge af

¹¹⁴ Se mere hertil i afsnit 2.1.2 Købeloven.

¹¹⁵ Købelovens § 51, 1. led.

¹¹⁶ Hansen og Lundgren (2014), s. 248.

Højesteret i deres afgørelse lagde vægt på, at køber havde handlet uforsigtigt ved aftalekompleksets tilblivelse.¹¹⁷

Købers gennemførelse af køb på trods af, at sælger nægtede køber gennemgang af målvirksomheden med egne rådgivere medførte en vurdering af, at køber havde handlet uforsigtigt.

Derudover havde køberen truffet sin beslutning om at investere på baggrund af et målsætningsbudget. Det kan af dette udledes, at køberen af en virksomhed skal forholde sig kritisk i sin vurdering af målvirksomheden.

Det kan på baggrund af højesterets bemærkning om uforsigtig adfærd udledes, at køberen af en virksomhed har en pligt til at undersøge samt stille spørgsmål til denne.

I U.2005.761 SH, forsøgte køberen at gøre en investeringsaftale ugyldig med påstanden om, at sælger havde tilsidesat sin loyale oplysningspligt. Det fremgår i sagens faktum, at købers advokat foretog due diligence-undersøgelsen og fandt, at der manglede dokumentation på et forhold. Advokaten foreslog, at dokumentationen blev indhentet, hvilket køberen afslog. Efterfølgende viste det sig, at forholdet ikke bestod, hvorfor køberen påberåbte investeringsaftalen ugyldig. Køberen fik ikke medhold som følge af den foretagne due diligence-undersøgelse var udformet overfladisk, samt, at der ikke var fulgt op på advokatens opfordring. Dette medførte, at der ikke kunne statueres ugyldighed eller kræves erstatning for den manglende dokumentation.¹¹⁸

Det følger dermed af U.1994.968/2 H og U.2005.761 SH, at køberen i en virksomhedsoverdragelse skal forholde sig kritisk til både de oplysninger som sælger afgiver og dem der følger af due diligence-undersøgelsen.

I U.2004.1784 H valgte parterne en hurtig overdragelsesproces. Parterne aftalte, at køber ikke skulle udføre en due diligence-undersøgelse af målvirksomheden imod, at sælger stillede sælger en række garantier. Der viste sig at være garantibrud, og køber fik af Højesteret medhold til at hæve købet. Dette statuerer en skærpet oplysningspligt hos sælger, såfremt køber ikke

¹¹⁷ U.1994.698/2 - Leasingselskab, der havde forestået salget af en konkurstruet virksomhed, anset for aftalepart, men køberne kunne under de konkrete omstændigheder ikke gøre krav gældende.

¹¹⁸ U.2005.761 SH - Investeringsaftale ikke ugyldig på grund af svig eller uvirksom på grund af svigtende forudsætninger.

undersøger målvirksomheden.¹¹⁹ Derudover vil købers manglende undersøgelse af salgsgenstanden, såfremt der opfordres hertil, mindske købers ret til at påberåbe en mangel, såfremt det vurderes at køber i en undersøgelse af målvirksomheden ville have opdaget forholdet.^{120 121}

I U.2009.1598 H blev der kun foretaget en økonomisk due diligence, hvilket medførte, at køberen ikke tilegnede sig oplysninger om andre forhold end økonomiske i målvirksomheden. Efterfølgende viste det sig, at der var et forhold som vedrørte Arbejdstilsynet kritiske holdning til arbejdsmiljøet i målvirksomheden. Sælger havde stillet en garanti for dette forhold, hvorved sælger påtog sig den økonomiske risiko for, at forholdet var som garanteret.¹²² Det kan udledes, at sælger havde tilsidesat sin loyale oplysningspligt, hvilket antages at være grunden til, at sælger blev erstatningsansvarlig. Dermed vægter sælgers loyale oplysningspligt efter denne sags konkrete omstændigheder tungere end købers manglende undersøgelse. Denne vægtning er også anvendt i U.2018.2879 Ø.

Når ovenstående forpligtelser stilles overfor hinanden, kan det konkluderes, at såfremt sælger har opfyldt sin loyale oplysningspligt, vil sælger som udgangspunkt ikke ifalde erstatningsansvar over for køber.

Det kan derudover fastlægges, at såfremt køber ikke undersøger genstanden (målvirksomheden), vil sælgers oplysningspligt skærpes.

Køber kan skade sin egen sag ved at foretage undersøgelse.¹²³ Dette er bl.a. set i U 1980.704 H, hvor købers kendskab til målvirksomhedens indtjening, medførte en afvisning om et forholdsmæssigt afslag i købesummen som følge af fejl i sælgers beregning af indtjeningsmuligheder.

Nogle købere kan have et incitament til ikke at undersøge salgsgenstanden (målvirksomheden), da en undersøgelse kan medføre, at eventuelle mangler ikke kan påberåbes, hvilket må anses som en markant ulempe.

I forlængelse heraf vil køber ved ikke at undersøge målvirksomheden også mindske sin ret til at påberåbe en mangel, hvis der er opfordret hertil.¹²⁴

¹¹⁹ Hansen og Lundgren (2014), s. 291

¹²⁰ Hansen og Lundgren (2014), s. 293.

¹²¹ Minimeringen af købers ret til at påberåbe sig en mangel følger endvidere også af Købelovens § 47.

¹²² U.2009.1598 H, s. 13.

¹²³ Hansen og Lundgren (2014), s. 288.

¹²⁴ Ibid, s. 293.

Det er vigtigt at notere, at sælgers oprettelse af et datarum, anses som en stiltiende opfordring til køber om at undersøge målvirksomheden. Det er derfor usikkert hvorvidt køber gør klogt i at undersøge målvirksomheden.

Fordelene ved at undersøge målvirksomheden, vurderes større end de ulemper der er forbundet hermed.

Det er som nævnt igennem due diligence-undersøgelsen, at køber identificerer eventuelle risici og gevinstmuligheder ved overdragelsen.

På nuværende tidspunkt eksisterer der ikke en egentlig pligt for køber til at foretage en due diligence-undersøgelse af målvirksomheden. Den retsvidenskabelige litteratur betragter dog due diligence-undersøgelsen som en retlig standard som følge af, at praktikere og domstolene opfatter begrebet som havende et bestemt forventningsindhold.¹²⁵

Afhandlingen tilslutter sig dette og vurderer yderligere, at due diligence-undersøgelsen bør anskues som en obligationsretlig specialitetsgrundsætning.

Kendetegnet for en specialitetsgrundsætning er, at den kun finder anvendelse på nogle kontrakttyper og ikke alle.

Vurderingen bygger på opfattelsen om, at der oftest foretages en due diligence-undersøgelse.

3.7 Due diligence delkonklusion

Loyalitetsgrundsætningen forpligter sælger til loyalt at oplyse om forhold, der har betydning for købers vurdering af målvirksomheden. Vurderingen beror på de konkrete omstændigheder i sagen, og oplysningspligten skærpes når der vises interesse for et bestemt forhold.

Pendanten til oplysningspligten er købers undersøgelse af målvirksomheden. Der eksisterer på nuværende tidspunkt inden pligt for køber til at undersøge målvirksomheden. Pligten opstår først når sælgeren opfordrer hertil og/eller opretter et datarum.

Endvidere er der på baggrund af retspraksis en pligt for køberen af en virksomhed til at forholde sig kritisk til oplysninger fra sælger samt due diligence-undersøgelsens resultater jf. U1994.698/2 H og U.2005.761 SH. Derudover fastlægger dommene, at der en pligt til at undersøge målvirksomheden således, at der skabes et retvisende billede af denne.

¹²⁵ Ibid, s. 248.

Undersøges målvirksomheden ikke skærpes sælgers oplysningspligt jf. U.2004.1798 H. Det konkluderer yderligere, at sælgers oplysningspligt om væsentlige forhold vægter tungere end købers undersøgelsespligt jf. U.2009.1598 H.

På trods af vægtningen i U.2009.1598 H er det dog usikkert om køber gør klogt i at undersøge målvirksomheden, da der kunne argumenteres for, at en grundig due diligence kan minimere sandsynligheden for sælger kan gøres ansvarlig.

Fordelene ved at undersøge målvirksomheden, vægter dog tungere end ulemperne herved.

Det er normalt, at køber foretager en due diligence-undersøgelse, hvilket må være grunden til, at den retsvidenskabelige litteratur betragter undersøgelsen som en retlig standard.

En betragtning af handling tilslutter sig.

Afhandlingen betragter due diligence-undersøgelsen som en specialitetsgrundsætning.

4. Samarbejds- og underretningsforpligtelsen ved partnerskaber

Et af afhandlingens fokusområder er som bekendt den strategiske virksomhedsoverdragelse hvor parterne efter overdragelsen indgår i et samarbejde således, at der skabes en mulighed for at opnå en overnormal profit. Dette afsnit vil forsøge at fastlægge de forpligtelser der er forbundet med at indgå i et partnerskab. Det vil i den forbindelse blive undersøgt hvilke delforpligtelser der opstår for parterne. Delforpligtelserne vil blive analyseret i forhold til kontraktens livscyklus, hhv. før, under og efter kontraktindgåelse.

Inden delforpligtelserne i kontraktens livscyklus analyseres, skal samarbejds- og underretningspligten analyseres således, at omfanget af forpligtelserne fremstår tydeligt. Delforpligtelserne udspringer af loyalitetsgrundsætningen og kommer til udtryk forskellige steder i kontraktens livscyklus.

4.1 Underretningsforpligtelsen

Underretningsforpligtelsen udspringer af U.2007.3027 H. Dommen omhandler Danfoss og Brunatas samarbejdsaftale om udvikling og levering af energimålere. I samarbejdsperioden ændrede nogle forhold sig, hvorfor Danfoss valgte at søge andre veje. Danfoss underrettede dog ikke Brunata herom, hvorfor sidstnævnte sagsøgte Danfoss. Højesteret udtalte følgende: *"at det er en*

følge af samarbejdsaftalen, at parterne inden for rammerne af det aftalte partnerskab skal optræde loyalt og underrette hinanden om forhold af betydning for dispositioner i henhold til samarbejdsaftalen, og at krænkelse af denne loyalitetspligt kan udløse erstatningsansvar for det herved forvoldte tab. Højesteret finder det ikke godtgjort, at Danfoss ved illoyal adfærd har påført Brunata noget tab, som ikke er erstattet af det beløb som Danfoss har betalt i opfyldelse af Sø- og Handelsrettens dom.”¹²⁶

Der opstår altså en underretningsforpligtelse, når virksomheder indgår i et samarbejde. Underretningsforpligtelsen skal sikre, at parterne i samarbejdsaftalen oplyser om forhold der har betydning for partens opfyldelse af kontrakten.¹²⁷ Det kan om underretningsforpligtelsen siges, at den fremstår som en loyalitetsforpligtelse, hvilket betyder, at en tilsidesættelse af underretningsforpligtelsen var en tilsidesættelse af loyalitetsgrundsætningen. I denne dom medførte den manglende underretning, at Brunata blev tildelt erstatning, dog kun op til den negative kontraktsinteresse som følge af Danfoss ikke var forpligtet til at udvikle energimålerne. Det bemærkes derfor, at manglende underretning kan være erstatningsberettiget.

Underretningsforpligtelsen synes derfor yderst relevant ift. Den strategiske virksomhedsoverdragelse, hvor sælger som led i virksomhedstransaktionen indvilliger i at vidensdele med henblik på, at målvirksomheden performer ex post virksomhedsoverdragelse.

4.2 Samarbejdsforpligtelsen

Samarbejdsforpligtelsen udspringer af U.2007.1918 H. Dommen omhandlede en eneforhandleraftale om retten til eneforhandling af softwareprodukter. Der foreligger efter dansk ret ingen lex specialis på dette område.¹²⁸ Domstolene har derfor anvendt loyalitetsgrundsætningen og fastslår, at parterne i en eneforhandleraftale er forpligtede til at optræde loyalt overfor hinanden og loyalt samarbejde om det fælles mål. I dommen fremstår samarbejdsforpligtelsen således: ”*Aftalen mellem Procon Solution og Procon Asia er en eneforhandleraftale. I sådanne aftaler har parterne pligt til at optræde loyalt over for hinanden og loyalt at samarbejde om det fælles mål, som er at*

¹²⁶ U.2007.3027 H - Erstatning til samarbejdspartner af negativ kontraktinteresse, men ikke positiv opfyldelsesinteresse, ved opgivelse af udviklingsprojekt uden forudgående underretning om vanskeligheder ved udviklingsarbejdet, s. 8.

¹²⁷ Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2019), s. 8.

¹²⁸ Ibid, s. 10

*fremme salget af leverandørens produkter...".*¹²⁹ Domstolene (hhv. SØ- og Handelsretten og Højesteret) lagde i dommen vægt på selve samarbejdet samt, at aftalen kun kunne opfyldes igennem samarbejde. Det manglende samarbejde medførte, at sagsøgeren kunne hæve aftalen som følge af tilsidesættelse af loyalitetsgrundsætningen.

Samarbejdsforpligtelsen findes derfor at kunne anvendes på den strategiske virksomhedsoverdragelse, da virksomhedsoverdragelsesaftalen indgås med fokus på samarbejde og vidensdeling.

Der er begrænset retspraksis på området, hvorfor afhandlingen vurderer, at adgangen til at hæve overdragelsesaftalen på baggrund af brud på samarbejdsforpligtelsen er begrænset i modsætning til eneforhandleraftaler. Dette følger af obligationsrettens almindelige del, at ophævelse af købet synes umuligt, da målvirksomheden oftest ikke kan leveres tilbage i samme stand og mængde jf. købelovens § 57.

Det er således kun retten til at kræve forholdsmæssigt afslag og/eller erstatningsbeføjelsen, der kan gøres gældende som følge af brud på samarbejdsforpligtelsen.¹³⁰

Den strategiske virksomhedsoverdragelse forsøger at sikre incitamentsforenelighed mellem parterne igennem samarbejde og indførslen af gevinstklausuler. Sidstnævnte er indført for at sikre muligheden for skabelse af merværdi ex post, hvorfor sælgers manglende incitament til samarbejde vil påvirke det økonomiske output negativt. Samarbejdet bør derfor være i sælgers interesse, da sælger kun gennem samarbejde kan realisere den mulige merværdi.

4.3 Før kontraktindgåelse

Prækontraktuelt eksisterer der tre delforpligtelser hhv. den loyale oplysningspligt, tavshedspligten og underretningspligten.

Den loyale oplysningspligt er afgørende for virksomhedsoverdragelser, da sælgers korrekte og loyale oplysning ex ante anses for at være afgørende for overdragelsens fremtidige succes.¹³¹ Den loyale oplysningspligt er dynamisk og tilpasses til den enkelte kontrakttypes karakteristika. Den skærpes også såfremt, at køberen viser sin interesse for et særligt område eller særlige forhold,

¹²⁹ U.2007.1918 H - Ophævelse af eneforhandleraftale berettiget., s. 5.

¹³⁰ Se mere herom i kapitel 2

¹³¹ U.2007.1918 H - Side 6

såsom miljømæssige forhold, byggetilladelser eller anvendelse af en ejendom, hvilket blandt andet ses i U.2018.2879 Ø.¹³²

Tavshedspligten er afgørende for sælgers incitament til at oplyse om forretningshemmeligheder før en endelig kontrakt er underskrevet. Underretningspligten udspringer som en delforpligtelse, der pålægger både køber og sælger at underrette om forhold af væsentlig karakter, som kan have en indvirkning på kontraktens indgåelse og opfyldelse.¹³³

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil underretningsforpligtelsen eksistere igennem hele kontraktens livscyklus. Dette skyldes den vidtgående samarbejdsforpligtelse som eksisterer i den strategiske virksomhedsoverdragelse og som beskrives nedenfor.¹³⁴

4.4 I kontraktens løbetid

Når kontrakten er indgået, vil yderligere delforpligtelser udspringe. Den mest relevante for afhandlingen er samarbejdsforpligtelsen. Den er essentiel, da afhandlingens fokus er på værdien af strategiske virksomhedsoverdragelser, hvor parterne opnår det bedste samlede resultat ved at samarbejde og vidensdele.¹³⁵

Grundlæggende har private virksomheder der indgår i en virksomhedsoverdragelse profitmaksimering for øje, hvilket oftest indebærer et fokus på egen-optimering og opportunistisk adfærd. Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, anvendes tankegodset bag strategisk kontrahering, hvorefter man udvælger en medkontrahent med hvem man besidder et strategisk fit, og hvor man ved at fælles-optimere vil opnå en relationsrente og skabe en merværdi og derved egen-optimerer gennem fælles-optimering.¹³⁶

Samarbejdsforpligtelsen spiller en stor rolle i indeværende afhandling, da den er fundamentet for overdragelsesstrategien.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse vil vidensdelingen fra målvirksomheden være afgørende for købers succesfulde integration af denne. Derfor bør køber pålægge sælger en vidensdelingsforpligtelse, som kunne rubriceres under den overordnede samarbejdsforpligtelse. Den

¹³² Ibid side 5.

¹³³ Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2019), s. 7.

¹³⁴ Ibid, s. 8.

¹³⁵ Se mere herom i afsnit 1.7.3.1

¹³⁶ Østergaard, K. (2014), s. 16

vidtgående samarbejdsforpligtelse bør indskrives i overdragelsesaftalen, hvilket analyseres nærmere i afsnit 9.1.3.

Som nævnt i ovenstående, ligger både underretnings- og samarbejdsforpligtelsen implicit i loyalitetsgrundsætningen, men i en overdragelse, hvor den mulige succes hviler på principperne om loyalitet, samarbejde samt underretning og vidensdeling, bør parterne indføre forpligtelserne eksplicit. Indførslen vil understrege vigtigheden og regulere eventuel misligholdelse derefter, således at tilsidesættelse af den vidtgående samarbejdsforpligtelse vil medføre, at købet af virksomheden ville kunne hæves. Hertil bemærkes det, at ophævelsen af et virksomhedskøb synes umulig jf. kapitel 2. Tilsidesættelsen af samarbejdsforpligtelsen kan medføre, at den bebyrdede part kan være erstatningsberettiget, som det også ses U.2007.3072 H.

4.5 Efter kontraktens ophør

Udgangspunktet er, at loyalitetsforpligtelsen ophører når kontrakten ophører. Samarbejdet og vidensdelingen vil ophøre, når integrationen af målvirksomheden antages at være gennemført. Derfor vil det oftest kun være tavshedspligten der eksisterer efter kontraktens ophør.¹³⁷

5. Asymmetrisk information og incitamentsstrukturer ved virksomhedsoverdragelser

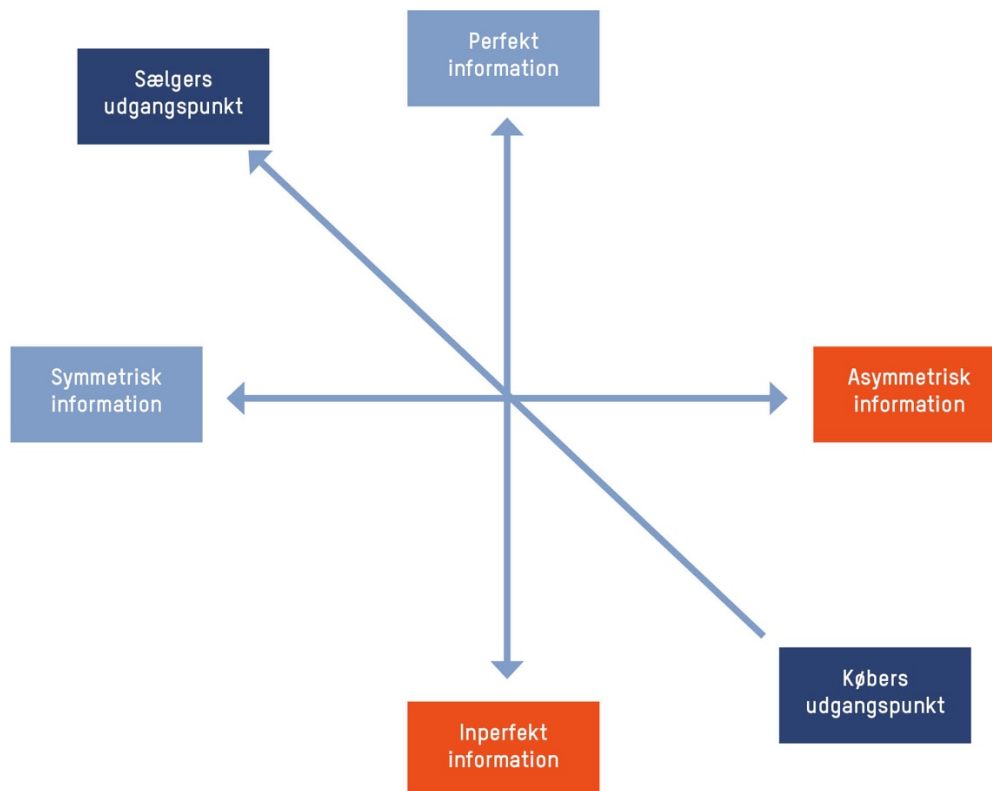
Ved virksomhedsoverdragelser, vil der eksistere asymmetri mellem sælger og købers viden om målvirksomheden. Denne asymmetriske information øger sandsynligheden for adverse selection samt moral hazard problemstillinger, som bliver defineret nedenfor. Derudover vil effekten heraf ift. strategiske virksomhedsoverdragelser blive analyseret.

5.1. Asymmetrisk information

Overdragelsen af en virksomhed er ovenfor i afsnit 2.1 beskrevet som overdragelsen af en virksomhed fra én (sælger) til én anden (køber). Sælger der afstår målvirksomheden besidder i den forbindelse samtlige oplysninger om denne, hvorimod køber ingen eller få informationer besidder.

¹³⁷ Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2019), s. 18

Dette er sammenligneligt med principal-agent teorien, hvor asymmetri eksisterer når principalen har færre informationer om agentens handlinger end agenten selv.¹³⁸ Den asymmetriske information er illustreret på nedenfor, og illustrationen viser hvordan asymmetrien udlignes når køber tilegner sig flere informationer og oplysninger om målvirksomheden.



Figur 2 – Den dynamiske proces køber oplever i forbindelse med information ved køb af målvirksomheden

5.2 Adverse Selection

Adverse selection refererer til ugunstig udvælgelse på baggrund af asymmetrisk information.¹³⁹ Adverse selection foreligger når den private information sælger besidder, ikke er tilgængelig for køber ex ante overdragelsesaftalens indgåelse. Købers manglende information om målvirksomheden er ikke kun til ugunst for køberen, da den asymmetriske information også kan have konsekvenser for sælger. Den private information kan have en negativ effekt på prissætningen, da køber skal træffe en beslutning på et sparsomt informationsgrundlag. Køber har som udgangspunkt kun

¹³⁸ Knudsen, C. (1994), s. 164.

¹³⁹ Ibid, s. 166.

adgang til den information der er offentligt tilgængelig samt hvad køber måtte have fået ud af at screene målvirksomheden.¹⁴⁰

Købers manglende viden om målvirksomheden, vil afspejles i købstilbuddet. Køber vil maksimalt byde en gennemsnitlig pris da køber ikke kan kalkulere risici forbundet med virksomhedsoverdragelsen jf. principperne i Akerlofs, G. (1970) artikel.¹⁴¹ Problemstillingen synes løst ved, at sælger afgiver information. Problemet med dette er, at informationerne ikke kan verificeres af køber, hvorfor den afgivne information ikke fremstår troværdig. Sælger bør i stedet afgive nogle garantier, erklæringer og eller indeståelser således¹⁴², at risikofordelingen mellem køber og sælger vil blive justeret, og den afgivne information synes mere troværdig.¹⁴³

5.3 Moral Hazard

Moral hazard refererer til skjulte handlinger der foretages ex post overdragelsesaftalens indgåelse, nærmere bestemt handlinger der er i strid med aftalen, og som kan foretages skjult som følge af den asymmetriske information.¹⁴⁴ Sælgers interesser er som udgangspunkt ikke lig købers, hvorfor sælger kan foretage handlinger i egen interesse.

5.4 Reciprocitetsteorien

Reciprocitet referer til hvordan retfærdighedsfølelsen kan have indvirkning på menneskers adfærd. Grundlæggende bygger teorien på, hvordan individer behandler andre individer, som Rabin, M (1998) har undersøgt. Undersøgelsen viser, at individer har tendens til at behandle andre som de selv bliver behandlet.¹⁴⁵ Teorien kan anvendes på virksomhedsoverdragelser, hvor kontrahenter vil være villige til at tilgodesee modkontrahentens interesser, såfremt modkontrahenten ligeledes tilgodeser denne.

¹⁴⁰ Screening forstås som de informationer der kan observeres ved at anskue målvirksomheden udefra, uden at foretage en dybdegående undersøgelse af målvirksomheden.

¹⁴¹ Akerlofs fra 1970 er et studium af brugtbilsmarkedet i USA, og omhandler den private information sælgeren af en bil besidder, og køberen kan ikke uden informationen identificere kvaliteten af bilen og vil derfor tilbyde en gennemsnitspris.

¹⁴² Se hertil kapitel 7.

¹⁴³ Knudsen, C. (1994), s. 166

¹⁴⁴ Ibid, s. 167-168

¹⁴⁵ Rabin, M. (1998). Psychology and Economics. Journal of Economic Literature, 1 March 1998, Vol.36(1), pp.11-46, s.

5.5 Incitamentsstruktur

Det følger af det klassiske kontraktspil, fangernes dilemma, at parterne har incitament til at tilgode egne interesser før fælles interesser.¹⁴⁶ Afhandlingens synvinkel og mål er som nævnt at ændre den klassiske tankegang hvorpå virksomhedsoverdragelser konciperes, hvorfor det er oplagt at analysere hvorledes sælgers incitamentsstruktur kan justeres. Det vil blive analyseret om køber kan påvirke sælgers incitamenters således, at der skabes incitamentsforenelighed.

5.5.1 Incitamentsforenelighed

Køber ønsker at forene sælgers incitamenters med egne, da virksomhedsoverdragelsesaftalen på den måde kan designes optimalt. Til dette, skal Principal-agent (herefter P/A) teorien anvendes.

Indledningsvis skal det præciseres, at principalen i virksomhedsoverdragelsessammenhæng er køber og sælger er agenten. P/A-teorien bygger på, at kontrakten skal forsøges udformet således, at det er i agentens interesse at handle i overensstemmelse med principalens.¹⁴⁷

Det er ovenfor i afsnit 5.2 anført, at der i virksomhedsoverdragelser eksisterer asymmetrisk information som følge af købers begrænsede viden om målvirksomheden, hvorfor P/A-teorien er essentiel at anvende på denne type transaktioner.

Anvendelsen af P/A-teorien ansues både i et ex ante og ex post perspektiv. Ex ante perspektivet antager, at køber er interesseret i at købe målvirksomheden på et velinformeret grundlag, hvorfor køber ønsker, at sælger afgiver flest mulige informationer. Ex post perspektivet antager, at køber er interesseret i, at målvirksomhedens performance efter overdragelse stiger, da dette anses som et af hovedformålene ved en virksomhedsoverdragelse.

5.5.1.1 Incitamentsforenelighed ex ante

Det er ovenfor anført, at køber ønsker at være velinformeret om målvirksomheden. Begrebet adverse selection kan i et ex ante perspektiv anvendes.

¹⁴⁶ Knudsen, C. (1994), s. 89

¹⁴⁷ Knudsen, C. (1994), s. 164-165

Køber vil afgive et købstilbud på baggrund af de observerbare informationer samt sin due diligence-undersøgelse. Det antages, at sælger ikke vil finde købstilbuddet tilstrækkeligt, jf. Akerlofs(1970) teori om lemons.

Det utilstrækkelige købstilbud vil have en negativ effekt på sælgers incitament til at afgive værdiskabende informationer om målvirksomheden. Sælgers manglende informationsdeling vil have en negativ betydning for den strategiske virksomhedsoverdragelse.

Der vil opstå en adverse selection problemstilling, da køber skal træffe sin beslutning på et sparsomt informationsgrundlag, hvilket kan resultere i ugunstig udvælgelse, nærmere bestemt købet af en målvirksomhed med hvem man ikke besidder et strategisk fit og komplementære ressourcer. Såfremt overdragelsen foretages strategisk, vil udvælgelsen af en målvirksomhed uden et strategisk fit og komplementære ressourcer, alt andet end lige medføre en overdragelse der ikke indfrier forventningerne og dermed mislykkes. Mislykkede overdragelser søges i afhandlingen minimeret.

Det undersøges derfor hvilke incitamentsforenende mekanismer køber kan anvende til at forene sælger og købers incitament, og dermed mindske risikoen for en mislykket overdragelse.

Med udgangspunkt i artiklen af Fehr, E. og Schmidt, K. M (2004) opstilles der tre forskellige kontrakttyper; tillids-, bonus, og incitamentskontrakten, til at forsøge at forene agentens incitament med principalens.¹⁴⁸

Tillidskontrakten tager udgangspunkt i, at principalen (køber) tilbyder agenten (sælger) et givent beløb samt, at omkostninger og evt. overskud deles.

I situationer hvor køber ikke har tillid til sælger vil køber tilbyde sælger 0. I tillidskontrakten mellem principalen og agenten vil agenten ikke arbejde som følge af principalens tilbud.

Dette vil i virksomhedsoverdragelsessammenhæng betyde, at sælger ikke vil afgive de værdiskabende informationer, hvorfor denne kontraktstrategi ikke anses for relevant ved en strategisk virksomhedsoverdragelse. Det understøttes i afsnit 6.1, hvor parterne ender i en inefficent ligevægt.

Bonuskontrakten fungerer således, at køber tilbyder en fast lav pris, og en eventuel bonus. Det skal bemærkes, at det er sælger der skal have tillid til, at køber udbetaler den eventuelle bonus

¹⁴⁸ Fehr, E. og Schmidt, K.M (2004). Fairness and Incentives in a Multi-task Principal-Agent Model. University of Munich: Department of Economics. Munich Discussion Paper No. 2004-8

såfremt køber tilfredsstilles.¹⁴⁹ Dette synes sammenligneligt med virksomhedsoverdragelser, hvor en escrow konto anvendes til at tilbageholde dele af købesummen, således at der i tilfælde af mangler, sker reduktion i kontoen svarende til manglen. Escrow kontoen anvendes af køberen som følge af uvished omkring målvirksomheden, og i særdeleshed målvirksomhedens performance ex post. En rationel og nyttemaksimerende køber vil ikke frivilligt udbetale en bonus. Det forekommer derfor, at denne kontraktstrategi kun kan benyttes i strategiske virksomhedsoverdragelser hvor køber hhv. sælger er interesseret i at optimere det samlede udbytte frem for sit eget. Endvidere forekommer reciprocitetsteorien og retfærdighedsfølelsen at understøtte denne kontraktstrategi.¹⁵⁰ Reciprocitetsteorien fastslår, at principalen tilgodeser agentens interesser i de tilfælde agenten tilgodeser principalens interesser.¹⁵¹

I forhold til en virksomhedsoverdragelse kan det betyde, at sælgers informationsdeling medfører bonusudbetaling og/eller en stigning i den tilbudte købesum. Bonuskontrakten kan derfor i virksomhedsoverdragelsessammenhæng generere en større værdi end tillidskontrakten¹⁵², som følge af der skabes incitament for sælger til at dele værdiskabende information. Det mindsker den asymmetriske information mellem parterne og bidrager positiv til den strategiske virksomhedsoverdragelse.

Den tredje kontraktstrategi er incitamentskontrakten der antager, at principalen kan investere i en verifikationsteknologi der kan verificere agentens indsats. Denne kontraktstrategi synes umiddelbart uanvendelig på virksomhedsoverdragelser, da der ikke kan investeres i en sådan teknologi. Antages det, at køber øger prisen, ved sælgers afgivelse af et bredere garantikatalog, synes strategien dog anvendelig, da et garantikatalog vil sikre køber en bedre retsstilling.¹⁵³ Det vil også være tilfældet såfremt køber er i besiddelse af en verifikationsteknologi.

Dette medfører også, at de afgivne informationer fremstår mere troværdige.

Et brud på en eller flere af de af sælger afgivne garantier vil betyde, at sælger misligholder, hvorfor køber i dette tilfælde vil være berettiget til et forholdsmæssigt afslag.

¹⁴⁹ Ibid, s. 2

¹⁵⁰ Rabin, M. (1998), s. 21

¹⁵¹ Rabin, M. (1998). S. 21.

¹⁵² Fehr, E. og Schmidt, K.M (2004), s. 2

¹⁵³ Se mere herom i afsnit 7.2.

Afgivelsen af garantier, erklæringer og indeståelser skaber incitament for sælger til at afgive korrekte informationer, da konsekvensen af ukorrekte afgivelser kan være, at sælger gøres erstatningsansvarlig for brud.

Det bemærkes at bonus- og incitamentskontrakten kan anvendes som kontraktstrategi til at justere incitamentsstrukturen, og dermed få sælger til at dele informationer eller stille flere garantier, erklæringer og indeståelser om målvirksomheden. Det kan medføre, at køber er villig til at give en højere pris for målvirksomheden.¹⁵⁴

Det vurderes dermed, at nævnte kontraktstrategier kan være med til at skabe incitamentsforenelighed. På trods af de incitamentsforenende kontraktstrategier, er parterne stadig begrænset rationelle, hvorfor opportunistisk adfærd kan forekomme. Den opportunistiske adfærd antages at være særdeles skadelig for den strategiske virksomhedsoverdragelse, hvilket nedenstående afsnit vil undersøge nærmere.

5.5.1.2 Incitamentsstruktur ex post

Det er i ovenstående afsnit anført, at tillidskontrakten ikke er relevant i forhold til virksomhedsoverdragelser, hvorfor der fokuseres på hhv. bonus- og incitamentskontrakten. Incitamentsforenelighed ex post skal sikre sælgers videndeling.

Såfremt sælger vidensdeler, vil synergieffekter i overdragelsen kunne realiseres. Dette ses i overensstemmelse med den strategiske virksomhedsoverdragelse.

Bonuskontrakten antager igen, at køber betaler en fast lav pris og en eventuel bonus. Sælger skal derfor have tillid til, at køber udbetaler den eventuelle bonus. I virksomhedsoverdragelsessammenhæng kan dette anskues som en overskudsdeling af den overnormale profit parterne har skabt gennem samarbejde og vidensdeling.¹⁵⁵ Bonuskontrakten vil skabe incitament for sælger til at dele viden og information med køber, da sælgers payoff vil være afhængig af egne handlinger.¹⁵⁶ Det bemærkes, at sælger er afhængig af købers handling, hvorfor sælgers grad af risikoaversion skal vurderes.

Der findes tre grader af risikoaversion hhv. risikoavers, risikoneutral og risikopervers. En

¹⁵⁴ Tvarnø, C. D. og Østergaard, K. (2018), s. 6

¹⁵⁵ Se mere hertil i afsnit 6.3 (Spilmatrix 3)

¹⁵⁶ Knudsen, C. (1994), s. 169

risikoavers kontrahent ønsker ikke at påtage sig risiko, men ønsker i stedet at allokere risikoen over på modkontrahenten. Modsætningsvis påtager en risikopervers kontrahent sig gerne risiko. Imellem nævnte risikoaversionstyper findes risikoneutrale kontrahenter, der kun ser på forventet payoff.¹⁵⁷ I P/A-teorien anskues agenter oftest at være risikoavers.¹⁵⁸ Overføres dette til virksomhedsoverdragelse vil sælger være risikoavers, og ønsker derfor ikke at påtage sig risiko. Køber i virksomhedsoverdragelser antages at være risikoneutral, som følge af muligheden for at sprede risikoen. Endvidere antages forhandlingstyrken også at ligge hos køber. I koncipering af virksomhedsoverdragelsesaftalen gælder det for køber om at finde det rette trade-off mellem at sælger bærer risiko og samtidig skabe incitamentsforeneligheden.¹⁵⁹ Såfremt det rette trade-off ikke findes vil sælger grundet sin risikoaversion optimere egne interesser før fælles interesser. Der kan derfor argumenteres for, at det rette payoff kan være overskudsdeling, hvor sælger er afhængig af egne handlinger, hvilket forener sælger og købers incitamenter. Incitamentskontrakten forudsætter, at køber skal investere i en verifikationsteknologi. I denne sammenhæng vil investeringen skulle sikre incitamenter. Det vil medføre endnu en transaktionsomkostning til virksomhedsoverdragelsen, hvilket ikke ønskes. Endvidere synes anvendelsen af denne kontraktstrategi sparsom, da bonuskontrakten neutraliserer moral hazard problemstillingerne og sikrer incitamentsforeneligheden mellem parterne. Dette antages at have en positiv effekt på den strategiske virksomhedsoverdragelse, da sælgers vidensdeling og samarbejde er afgørende.

5.6 Incitamentsforenelighed delkonklusion

Den forskruede incitamentsstruktur ved virksomhedsoverdragelser findes både før og efter kontraktindgåelsen jf. ovenfor. Før overdragelsesaftalens indgåelse handler det for køber om, at sælger skal afgive flest mulige informationer og stille garantier, erklæringer og/eller indeståelser for det afgivne. I gennemgangen af de tre kontraktstrategier i Fehr, E. og Schmidt, K. M's (2004) artikel kan det udledes, at hhv. bonus- og incitamentskontrakten kan anvendes til at sikre incitamentsforenelighed inden og efter overdragelsesaftalens indgåelse.

¹⁵⁷ Dutta, Prajit K. (1999). *Strategies and Games: Theory and Practice*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, s. 443

¹⁵⁸ Eisenhardt, K. M. (1989) *Agency Theory: An Assessment and Review*. Side 57-74.

¹⁵⁹ Knudsen, C. (1994), s. 169-170

Bonuskontrakten kan anvendes som følge af reciprocitetsteorien og retfærdighedsfølelsen, og skaber incitamentsforenelighed, da sælgers egne handlinger har betydning for den eventuelle bonus-tildeling.

Incitamentskontrakten er også anvendelig, da købstilbuddet afspejles i bredden af garantikataloget. Dette sikrer også sælgers incitamenter med købers. Brud på en afgiven garanti, kan medføre ex poste konsekvenser for sælger.¹⁶⁰

Bonuskontrakten vurderes at være den optimale kontraktstrategi ex ante, da den regulerer sælgers adfærd mest efficient og sikrer sandsynligheden for den strategiske virksomhedsoverdragelses succes.

Ligeledes findes bonuskontrakten som den optimale kontraktstrategi ex post. Anskues den eventuelle bonus i bonuskontrakten som deling af overskud mellem parterne, vil denne forene parternes incitamenter, da sælgers payoff også her er afhængig af dennes handlinger. Til at underbygge dette vil efterfølgende afsnit analysere hvorledes incitamentsforeneligheden mellem parterne kan påvirke deres samlede payoff.

6. Spilteori

Spilteorien beskæftiger sig med interessekonflikter for den enkelte spiller i forhold til valg af strategi. Den anden spiller, står over for samme udfordring og vil også skulle vælge sin strategi. Opgaven har fokus på den strategiske virksomhedsoverdragelse, hvor parterne skal forsøge at skabe en merværdi de kun kan skabe i fællesskab. Her skal parterne og især køber vælge om den konventionelle eller strategiske virksomhedsoverdragelse skal anvendes som strategi.

Rationelle parter vil vælge deres individuelle dominerende strategi, hvilket oftest ikke vil være det optimale for parterne samlet set. Hvorledes incitamenter og rationalitet kan gå fra at være individuel til kollektiv, vil blive analyseret og forsøgt udledt i indeværende kapitel med spillet fangernes dilemma som eksempel, da dette vurderes ideelt til at undersøge individuel og kollektiv rationalitet.¹⁶¹

¹⁶⁰ Se kapitel 7 herom.

¹⁶¹ Tvarnø, C. et al (2013). s. 103.

6.1 Prisoner's Dilemma uden kommunikation

Spilteorien kan anvendes til at undersøge den overdragelsesaftale som parterne har valgt at indgå. Incitamentet til at inddrage spilteori, foreligger når to parter (to spillere), er afhængige af hinanden og deres respektive handlinger. Som det er beskrevet ovenfor, er det en forudsætning for denne afhandling, at parter der ønsker at foretage en strategisk virksomhedsoverdragelse, besidder komplementære ressourcer, hvor de igennem disse har en mulighed for at skabe en merværdi de ikke vil kunne hver for sig.

Derudover er der den vigtige antagelse, at parterne er rationelle samt, at der foreligger fuld information om parternes payoff.¹⁶²

For at beskrive denne antagelse, kan spillet Prisoner's Dilemma (fangernes dilemma) med fordel anvendes. Dette spil illustrerer i sin enkelthed, at parterne har en naturlig tendens til at have fokus på egen vinding fremfor et fokus på at skabe merværdi. Det er forskellen mellem individuel og kollektiv rationalitet der analyseres.¹⁶³ De psykologiske mekanismer i spillet, kan anvendes til at forstå de overordnede beslutninger henholdsvis køber og sælger skal og vil overveje ved en virksomhedsoverdragelse.

Spilmatrix 1

Spiller 1/(vandret)/Spiller 2(lodret)	Tie	Sladre
Tie	-1,-1	-10,0
Sladre	0,-10	-6,-6

Ovenstående spilmatrix er et eksempel på Prisoner's Dilemma. Dette spil har to spillere som har begået et indbrud, og begge blevet fanget. Spillernes nytteværdi ses i spilmatrix ovenfor. Det kan anskues således, at -6 er det samme som 6 år i fængsel. De to spillere er placeret i hver deres afhøringslokale, hvor de ikke kan kommunikere med hinanden og lægge en fælles plan. Spillerne ved, at hvis de sladrer til politiet kan de få en mildere straf.

¹⁶² Tvarnø, C. et al (2013). s. 101.

¹⁶³ Tvarnø, C. et al (2013). s. 103.

Hver spiller har mulighed for at sladre eller tie. Det antages, at de to spillere kender modpartens mulige strategier.¹⁶⁴ Hvis begge spillere vælger at tie og derved ikke sladrer, får de begge 1 års fængsel. Hvis spiller 1 vælger at sladre og spiller 2 vælger at tie, vil spiller 1 gå fri, hvorimod spiller 2 vil få 10 år i fængsel.

Hvis begge parter sladrer om den anden, får de hver især 6 år i fængsel.

Det afgørende i ovenstående er hvorvidt spillerne har en dominerende strategi. En dominerende strategi, er den strategi en spiller vælger, som stiller ham bedst uanset hvilken strategi den anden spiller vælger.¹⁶⁵ Hvis spiller 2 vælger at sladre, skal spiller 1 vælge enten at tie, som giver ham 10 års fængsel eller at sladre, som giver 6 års fængsel. Spiller 1's dominerende strategi vil her være at sladre.

Hvis spiller 2 vælger at tie og derved ikke sladrer, vil spiller 1's dominerende strategi være at sladre.

Det samme gør sig gældende for spiller 2, da spillet blot er vendt om i forhold til spiller 1.

Spillernes dominerende strategi vil være at sladre.

Det vil medføre, at spillet ender med det værst tænkelige resultat (-6,-6) og derved giver samlet 12 års fængsel.

Spilmatrix 2

Spiller 1(sælger)/Spiller 2(køber)	Høj pris	Lav pris
Bredt garantikatalog	7,7	1,9
Smalt garantikatalog	9,1	2,2

I spilmatrix 2, vil samme fremgangsmåde som i spilmatrix 1 anvendes. Spilmatrix 2 har til hensigt at analysere parternes adfærd i forbindelse med udformning af garantikataloget samt dets indvirkning på købstilbuddet.

På baggrund af fremgangsmåden i spilmatrix 1, vil købers dominerende strategi være at tilbyde en lav pris. Sælgers dominerende strategi vil være at stille et smalt garantikatalog. De ender derfor i ligevægten (2,2).

¹⁶⁴ Eide, E. & Stavang, E. (2014). Rettsøkonomi. (6. udgave). Oslo: Zoot., s. 43

¹⁶⁵ Dutta, Prajit K. (1999), s. 41.

Det kan konkluderes, at når parterne ikke har mulighed for at kommunikere og/eller forhandle med hinanden, eller bevidst vælger at spare transaktionsomkostningerne på dette ex ante, vil parterne ende med et inefficiënt resultat. Parterne vil ikke opnå det Kaldor-Hicks efficiente resultat, som er det resultat med det akkumulerede højeste payoff.¹⁶⁶ Dette er ønsket ved en strategisk virksomhedsoverdragelse.

I nedenstående vil det blive analyseret om parterne kan opnå det Kaldor-Hicks efficiente resultat gennem forhandling og kommunikation.

6.2 Prisoner's Dilemma med kommunikation og forhandling

Med udgangspunkt i spilmatrix 2, vil kommunikation og forhandling mellem parterne blive inddraget.

Parterne vil kunne forhandle sig frem til det efficiente resultat, da antagelsen om at parterne har perfekt information om mulige payoffs, også er gældende i dette tilfælde. Dermed vil parterne med al sandsynlighed forhandle sig frem til det efficiente resultat, som opstår ved, at sælger afgiver et bredt garantikatalog, som kvitteres med en høj pris fra køber.

Dette skyldes, at køber er villig til at betale en højere pris, da beslutningen træffes på et velinformeret grundlag.¹⁶⁷

Resultatet vil også være Kaldor-Hicks efficient.¹⁶⁸

Det er dog vigtigt at nævne, at det Kaldor-Hicks efficiente resultat ikke er parternes dominerende strategi, hvorfor man skal forsøge at sikre incitament til at parterne handler på en bestemt måde. Det skyldes, at parterne er private virksomheder og vil søge egen-optimering, hvilket kan medføre opportunistisk adfærd. Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, handler det om at skabe incitament hos begge parter til at samarbejde og kommunikere.

¹⁶⁶ Det Kaldor-Hicks efficiente resultat beregnes ved at akkumulere parternes payoff, hvorefter de højeste resultater vil være det Kaldor-Hicks efficiente. I spilmatrix 2 er $7+7 = 14$ større end eks. $1+9=10$. Eide, E. & Stavang, E. (2014), s.110.

¹⁶⁷ Tvarnø, C. D. og Østergaard, K. (2018), s. 6.

¹⁶⁸ Eide, E. & Stavang, E. (2014), s.110.

6.3 Udvidet Prisoners Dilemma med strategisk kontrahering og merværdi

I dette afsnit, vil tankegodset fra strategisk kontrahering forsøges inddraget i relation til den strategiske virksomhedsoverdragelse, hvor det analyseres om parter med et strategisk fit og komplementære ressourcer, kan skabe en overnormal profit via relationsrenten.¹⁶⁹

Der vil i nedenstående gives et eksempel på hvordan skabelsen af overnormal profit, kan have en effekt på spillernes dominerende strategier. Såfremt spillernes dominerende strategi, ikke er lig det Kaldor-Hicks efficiente resultat, vil det kunne medføre opportunistisk adfærd samt et inefficiant resultat.

I nedenstående spilmatrix er der tilføjet en nytteværdi til det at vælge den økonomisk optimale situation for begge parter, da en central præmis for indeværende afhandling hviler på, at parterne ved en strategisk virksomhedsoverdragelse kan opnå en overnormal profit, de ellers ikke ville kunne opnå hver især.

Spilmatrix 3

S1(Sælger)/S2(Køber)	Høj pris	Lav pris
Bredt garantikatalog	$(7+3), (7+3) = 10, 10$	1,9
Smalt garantikatalog	9,1	2,2

I ovenstående spilmatrix, er de 7 som payoff et eksempel på selve nytten ved strategivalget, hvor de + 3 er den overnormale profit som der antages at kunne skabes i relationen. Dette er som nævnt et af opgavens omdrejningspunkter, hvor den strategiske virksomhedsoverdragelse skal kunne skabe merværdi.

Ved denne spilmatrix er der sket flere interessante ting. Hvis der kigges på dominerende strategier, vil den dominerende strategi for sælger være at stille et bredt garantikatalog og for køber at tilbyde en høj pris. Ligevægten ud fra parternes dominerende strategier vil være Kaldor-Hicks efficient.¹⁷⁰ Spilmatrix 3 som bygger på den strategiske virksomhedsoverdragelse, resulterer i, at

¹⁶⁹ Tvarnø, C. D. og Østergaard, K. (2018), s. 13.

¹⁷⁰ Kaldor Hicks efficient løsning er den løsning der giver den højeste samlet payoff, hvor parten der opnår den største nytteværdi kompenser modparten.

parterne får 10 i nytteværdi. I denne situation er der ikke behov for kompensation af den anden part, da parterne realiserer samme payoff. Såfremt parternes payoff i en strategisk virksomheds-overdragelse ikke er ens vil parten med højeste payoff kompensere modparten. Det afgørende er, at situationen ender i den Kaldor-Hicks efficiente løsning, hvorefter payoff fordeles efficient. Derudover vil en lang og kompleks forhandlingsproces mellem parterne blive overflødig, da der ikke vil være incitament til at bryde kontrakten.

Det skyldes at der egen-optimeres ved at fælles-optimere, hvilket understøtter tankegodset bag strategisk kontrahering. Der skabes i situationen incitamentsforenelighed mellem parterne, da deres dominerende strategier medfører det efficiente resultat og danner grundlag for en optimering af overdragelsesprocessen. Parterne skal ikke bruge tid og ressourcer på at "sikre" sig mod en opportunistisk modpart, da parterne nu hver især egen-optimerer ved at fælles-optimere. De kan i stedet anvende tid og ressourcer på værdiskabende elementer, samt sikre vidensdeling og det fremtidige samarbejde. Nedenstående afsnit omhandler netop denne vidensdeling og dens centrale relevans ved en strategisk virksomhedsoverdragelse. Det afgørende er sikringen af, at modparten vinder når du vinder.

6.4 Vidensdeling

I ovenstående afsnit, anses overdragelsen fra et ante perspektiv med fokus på den optimale situation ex post virksomhedsoverdragelsen.

I indeværende afsnit, vil fokus være på hvordan der ex post sikres skabelsen af merværdi. Det er vigtigt at fastlægge, at merværdi mellem to parter ikke skabes ved, at der foreligger et strategisk fit. Dette er fundamentet, men ikke en garanti for, at merværdien realiseres.

Dette undersøges blandt andet ved at fokusere på den vidensdeling der skal finde sted mellem sælger og køber om målvirksomheden. Som beskrevet i ovenstående, foreligger der asymmetrisk information mellem sælger og køber når overdragelsesprocessen starter. Denne søges udlignet blandt andet ved afgivelse af garantier, samt en grundig due diligence-undersøgelse.

Når der fokuseres på processen efter overdragelsen, hvor målvirksomheden skal integreres i købers organisation, vil et af de afgørende områder være vidensdelingen.

Som nævnt i ovenstående, antages det, at parterne i en strategisk virksomhedsoverdragelse har komplementære ressourcer, til sammen at skabe en værdi de ikke ville kunne hver for sig, og dette er en af hovedårsagerne til overdragelsens eksistens.¹⁷¹

Økonomen Edith Penrose, skrev i 1959 en teori om grænsen for virksomheders vækst.

Et af hovedsynspunkterne er, at en virksomhed anses som en levende organisme, som har evne til at indlejre og arve viden fra handlinger, således at virksomheden som transmissionsmekanisme adapterer og lagrer viden ud fra forskellige handlinger samt problemstillinger, som rustet organismen (virksomheden) til at håndtere fremtidens komplekse udfordringer på baggrund af lagring.¹⁷² Disse akkumulerede indlejrede rutiner, ressourcer samt løsningsmekanismer er afgørende komponenter for virksomhedens vækstmuligheder.

Virksomheden har altså en mængde akkumuleret viden samt nogle indlejrede ressourcer, som afspejler sig i de produkter og eller tjenester virksomheden udbyder.

Sideløbende med dette, opstår der en stor viden i denne organisme, som kan inddeles i to kategorier; objektiv viden og erfaringsbaseret viden.¹⁷³

Den objektive viden kan deles uafhængigt af specifikke individer, blandt andet gennem bøger eller lignende.

Den erfaringsbaserede viden er den viden som er nedlejret i virksomhedens DNA, og kan anskues som den know-how der ligger i virksomhedens interne ressourcer, kapabiliteter og kompetencer, som kun kan videregives i en form for learn-by-doing.¹⁷⁴

Det er disse mekanismer som gør det svært for andre virksomheder at imitere disse handlinger, grundet den komplekse natur.

For en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil et afgørende punkt for succes ex post closing være købers integration af målvirksomheden i enten købers virksomhed, eller som et led i organisationen.

Der ligger en enorm viden i målvirksomheden, som køber skal sikre. En af årsagerne til at virksomhedsoverdragelser mislykkes er købers manglende evne til at indfri det potentiale der ligger i

¹⁷¹ Se afsnit 1.7.3.1

¹⁷² Knudsen, C. (1994), s. 323.

¹⁷³ Knudsen, C. (1994), s. 328.

¹⁷⁴ Ibid.

målvirksomheden, som med al sandsynlighed er baggrunden for virksomhedsoverdragelsen. For at kunne skabe relationsrente, vurderes det centralt, at køber sikrer sælgers incitament til at videregive den ovenfor beskrevne indlejrede viden. Her tænkes både på almindelig objektiv viden, som kan transmitteres forholdsvis simpelt, samt den interne know-how.

Den antages at være mere kompleks og derved omkostningstung at overlevere til køber. Parter der lykkedes med denne vidensdeling af kompleks karakter, har større sandsynlighed for at opnå vedvarende konkurrencefordele.¹⁷⁵ Som det nævnes i afsnit 8.2.3, vil køber i en strategisk virksomhedsoverdragelse, anvende transaktionsomkostninger på kommunikation og vidensdeling ex post, da der kendes til vigtigheden heraf.

Vidensdeling er en kompliceret proces, som medfører store transaktionsomkostninger, og det er derfor afgørende for køber at sikre sælgers incitament til en kvalificeret vidensdeling.

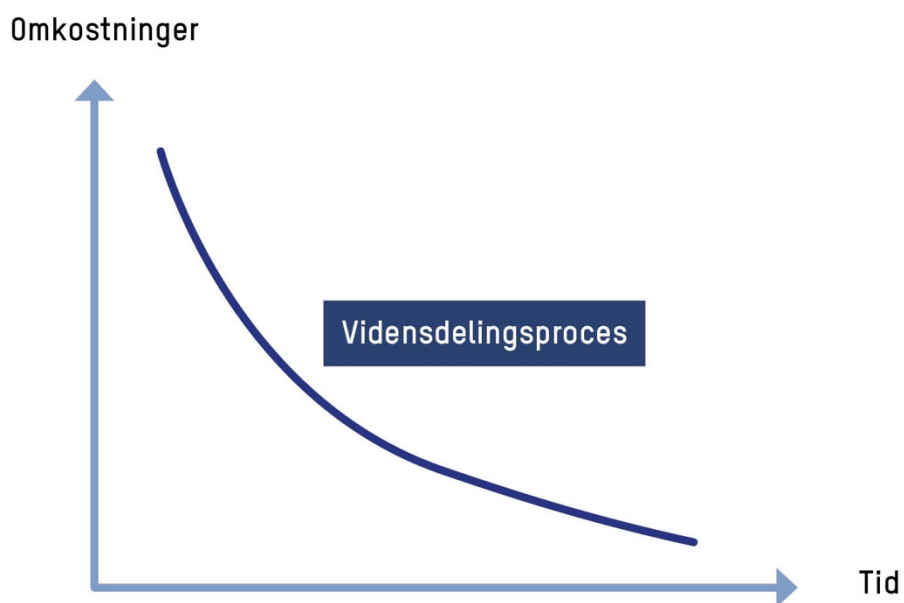
Antages det, at sælger ved closing får overført hele købssummen, synes sælgers incitament til at vidensdele ikke at eksistere. Det er også grunden til, at bonuskontrakten anvendes til at incitamentsforene.

Bonuskontraktens eksistensberettigelse synliggøres ved følgende antagelser. Hvis sælgers betaling er mere afhængig af købers performance ex post closing, vil der foreligge incitamentsforenelighed. Derudover kunne den situation, hvor sælger og dennes nøglemedarbejdere overgår til køber og aflønnes alt efter efterfølgende performance skabe incitamentsforenelighed. Alternativt kunne det i overdragelsesaftalen være aftalt, at sælger skulle geninvestere et givent beløb i målvirksomheden.

Det antages, at efterhånden som målvirksomheden integreres i købers organisation, vil transaktionsomkostningerne ved vidensdelingsprocessen falde. Der vil altså være en læringskurve, som ser ud som nedenfor.¹⁷⁶

¹⁷⁵ Dyer, J.H. og Singh, H. (1998), s. 665.

¹⁷⁶ Inspiration til læringskurve-teorien er fundet i Knudsen, C. (2012) *Erhvervsøkonomi*. Side 109. Vi har dog ændret teorien således at den illustrerer omkostninger ved læring over tid i forhold til en relation.



Figur 3 - Læringskurve i forbindelse med vidensdeling

Transaktionsomkostningerne vil være størst lige på overdragelsestidspunktet, da der eksisterer mange ubekendte forhold. På trods af mængden af transaktionsomkostninger der anvendes på vidensdeling, vil vigtigheden af denne proces være afgørende for overdragelsens succes, hvorfor det vurderes optimalt at anvende fornødne ressourcer herpå.

Til at analysere vigtigheden af en optimal vidensdeling vil artiklen *"The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage"* skrevet af Dyer & Singh i 1998 blive inddraget. Artiklen understøtter Edith Penrose teori, hvorefter viden opdeles i objektiv viden og erfaringsbaseret viden, som beskrevet ovenfor. Det konkluderes i artiklen, at parter der succesfuldt kan dele know-how har større sandsynlighed at skabe relations rente, og derved at skabe merværdi.¹⁷⁷ Succesfuld deling af den erfaringsbaserede viden sker, når en part besidder "absorptive capacity" som er evnen til at identificere, indarbejde og anvende den nytilkomne viden i virksomheden. Det danner grundlag for relationsrente og merværdiskabelsen. Afslutningsvis vil parterne i fællesskab besidde en større viden, hvilket ligeledes kan anvendes til at skabe værdi. Dette defineres i artiklen som "complementary resource endowment".¹⁷⁸

¹⁷⁷ Dyer, J.H. og Singh, H. (1998), s.635

¹⁷⁸ Ibid, s. 666

6.5 Spilteorisk konklusion

Indeværende kapitel har anvendt spillet Prisoner's Dilemma, til at illustrere parternes rationalitet og valg af strategi ved virksomhedsoverdragelser. Det kan konkluderes, at parterne såfremt der ikke forhandles og kommunikeres, oftest vil ende med et inefficiant resultat. Derudover konkluderes det, at såfremt parterne forhandler og kommunikerer, bør de ud fra teorien kunne finde den optimale løsning, da deres payoffs er kendt på forhånd. Den vigtigste konklusion for indeværende kapitel er, at selvom parterne aftaler, at de fremadrettet vil samarbejde mod det fælles mål, så vil der stadig eksistere en risiko for, at den ene part vælger at egen-optimere og handle opportunistisk.

Det er afgørende for begge parter, at deres samarbejde ved den strategiske virksomhedsoverdragelse skaber en øget nytte, der genererer et økonomisk efficient resultat, men også sikrer, at strategivalget er parternes dominerende strategier således, at parterne ikke skal frygte modpartens opportunistiske adfærd. Når den incitamentsstruktur er skabt, vil parterne kunne fokusere på de værdiskabende elementer i overdragelsen og sikre muligheden for et optimalt samarbejde, herunder den afgørende vidensdeling.

7. Garantier, erklæringer og indeståelser

Det er i afsnit 3.6 analyseret hvorledes retsstillingen er ift. sælgers oplysningspligt og købers undersøgelsespligt.

Fastlæggelsen af retsstillingen mellem kontrahenterne er essentiel som følge af virksomhedsoverdragelser er forbundet med stor risiko, særligt for køber som følge af den asymmetriske information der eksisterer ex ante. Virksomhedsoverdragelsesaftaler vil derfor oftest indeholde garantier, erklæringer og/eller indeståelser afgivet af sælger. De af sælger afgivne garantier, erklæringer eller indeståelser er med til at sikre køber, i og med køber i tilfælde af misligholdelse vil kunne kræve erstatning på det af sælger afgivende.¹⁷⁹ Tildeling af erstatning for brud på en indeståelse ses i U.2009.1598 H, hvor sælger afgiver følgende indeståelse: *"at selskabet ikke er part i nogen sag for domstole, kommissioner, nævn, offentlige myndigheder eller lignende, ... at selskabets virksomhed i øvrigt er i overensstemmelse med gældende lovgivning i enhver henseende, herunder men ikke begrænset til pris-, monopol- og arbejdsbeskyttelseslove, ..."*.¹⁸⁰ Efterfølgende viste det

¹⁷⁹ Hansen og Lundgren (2014), s. 291.

¹⁸⁰ U.2009.1598 H, s. 2.

sig, at tilsikringen af nævnte forhold svigtede, hvorfor sælger af Højesteret blev gjort erstatningsansvarlig for det påregnelige tab den manglende opfyldelse af garantierne medførte.

Køber vil oftest præsentere de garantier, erklæringer og indeståelser, som denne ønsker stillet, da køber på denne måde kan allokere risiko til sælger.

7.1 Byrdefordelingen mellem garantier, erklæringer og indeståelser

Der er tre forskellige måder hvorpå sælger kan afgive løfter eller stille sikkerhed for målvirksomhedens beskaffenhed hhv. garantier, erklæringer og indeståelser. De pålægger sælger en risiko for et givent forhold består. Den retsvidenskabelige litteratur vurderer, at byrdefordeling mellem hhv. garantier, erklæringer og indeståelser er forskellig. Det er derfor nødvendigt med lidt begrebshygiejne således, at der klart kan skelnes mellem den eller de af sælger afgivne løfter. Det kan herefter vurderes hvor byrdefuldt sælgers afgivne løfte kan være i tilfælde af brud.

7.1.1 Garantier

Garantier er den mest kendte af de tre, og forstås som sælgers objektive indeståelse for et vist forhold består. Sælgers afgivne garanti(er) omfatter dog ikke købers viden om målvirksomheden eller de forhold som køber burde vide. Dermed vil oplyste forhold om målvirksomheden ikke medføre et garantibrud.¹⁸¹

Det kan af dette udledes, at det er køber der bærer risikoen for forhold som køber kender til eller burde kende til, i tilfælde af det forekommende forhold allerede er oplyst af sælger eller burde have tilkommet købers viden. Afslutningsvis vil sælger bære ansvaret for bristende garantier, såfremt køber ikke besidder en viden om forholdet.

7.1.2 Erklæringer

Erklæringer bygger på sælgers faktiske viden, eller den viden som sælger burde besidde omstændighederne taget i betragtning. Sælger er derfor ansvarlig i de tilfælde det erklærede forhold ikke består, men dog kun i de tilfælde hvor bruddet på erklæringen er som følge af sælgers culpøse handling.¹⁸² Erklæringer afgivet af sælger er derfor mindre byrdefulde end stillede garantier, i og

¹⁸¹ Hansen og Lundgren (2014), s. 261.

¹⁸² Ibid, s. 261.

med sælger kun bærer risikoen for forholdet, såfremt sælger havde viden om erklæringerne, eller burde have haft det.

7.1.3 Indeståelser

Den sidste måde hvorpå sælger kan afgive et løfte eller stille sikkerhed for, at et forhold består er, at sælger indestår for et bestemt forhold. Indeståelser anses som en garanti stillet uden forbehold for købers viden eller den viden køber burde have. Indeståelser kan derfor anses som værende en udstrækning af almindelige garantier, da der ikke eksisterer nogen risiko for køber ved sælgers afgivelse af en indeståelse.¹⁸³ Dette medfører derfor stærke incitamenter for sælger til at afgive korrekte informationer om målvirksomheden, da sælger vil i falde ansvar såfremt forholdet ikke består. Afslutningsvis kan det konkluderes, at indeståelser er den mest byrdefulde måde hvorpå sælger kan afgive et løfte eller stille sikkerhed for et forhold.

7.1.4 Sammenfatning af byrdefordelingen

Der er ovenfor redegjort for byrdefordelingen mellem hhv. garantier, erklæringer og indeståelser. Derudover er det udledt hvem af kontrahenterne der bærer risikoen i de tre tilfælde.

Der eksisterer som nævnt asymmetrisk information mellem kontrahenterne i en virksomhedsoverdragelse, hvilket må anses at være den primære årsag til købers ønske om, at sælger afgiver garantier, erklæringer og/eller indeståelser for visse forhold består ift. målvirksomhedens beskaffenhed.

Køber vil foretrække, at sælger afgiver indeståelser, da de sikrer køber den bedste retsstilling.

Modsætningsvis foretrækker sælger at afgive erklæringer, da de pålægger sælger mindst risici.

Ovenstående er udledt af den retsvidenskabelige litteratur, og i lyset af dette, er det interessant at analysere hvordan retspraksis forholder sig på området.

7.1.5 Retspraksis for garantier, erklæringer og indeståelser

Højesteret afsagde i U.2009.1598 H dom som gjorde sælger erstatningsansvarlig for misligholdelsen af et forhold som sælger indestod for. Dommen omhandlede sælgers indeståelser, men omtaltes af Sø- og Handelsretten såvel som Højesteret som garantier, og kunne dermed give anledning til diskussion, da den retsvidenskabelige litteratur fremfører en diversitet mellem begreberne.

¹⁸³ Ibid, s. 261.

Sø- og Handelsrettens begrundelse på førnævnte dom bekræfter, at sælger bærer risikoen for en indeståelse: *"Boet efter Erik Roug har ved at afgive de nævnte indeståelser påtaget sig den økonomiske risiko for, at selskabets forhold ikke var som garanteret. Boet skal derfor erstatte de påregnelige tab, som ABACUS har lidt som følge af den manglende opfyldelse af garantierne."*¹⁸⁴ Dermed er der konsistens mellem litteraturen og retspraksis på trods af den forskellige anvendelse af begreberne.

Bedømmelsen af en stillet garanti ses i retspraksis hhv. U.2004.1784 H og U.2005.761 SH. I førstnævnte dom finder Sø- og Handelsretten såvel som Højesteret, at der var tale om en garanti, da sælgers forpligtelser og garantier klart var formuleret i aftalen.

Sælger garanterede i U.2004.1784 H følgende: *"Sælger oplyser, at ingen betydelige debitorer er faldet bort, helt eller delvist, i perioden 1/1 2001 til overtagelse..."*.¹⁸⁵ Efterfølgende viste det sig dog, at en af virksomhedens kunder havde meddelt sælger om, at der ville komme et ordrestop, hvilket køber ikke blev oplyst om. Højesteret fandt på denne baggrund, at sælger havde tilsidesat sin loyale oplysningspligt, og dermed brudt den stillede garanti. I indeværende dom berettigede garantibruddet køber til at hæve købet. Det antages, at sælger var blevet gjort erstatningsansvarlig såfremt søgsmålet var herom og de almindelige erstatningsbetingelser var opfyldt.

Det kan på baggrund af U.2009.1598 H samt U.2004.1784 H konkluderes, at der ikke skelnes mellem hhv. garantier og indeståelser, hvorfor der alligevel ikke er fuldkommen konsistens mellem litteraturen og retspraksis.

Anderledes var det i U.2005.761 SH der omhandlede en investeringsaftale, hvor købers forventninger bristede. I dommens sagsfremstilling fremgik det, at der blev foretaget en mindre due diligence-undersøgelse både juridisk og teknisk. Denne mindre due diligence omtaltes af Sø- og Handelsretten temmelig overfladisk, hvilket resulterede i, at køber ikke kunne kræve erstatning eller hæve købet som følge af garantibrud.¹⁸⁶

¹⁸⁴ U.2009.1598 H

¹⁸⁵ U.2004.1784 H

¹⁸⁶ U.2005.761 SH, s. 9.

Afgørende for U.2005.761 SH, var, at køber burde have haft kendskab til det bristede forhold, hvilket synes i overensstemmelse med afsnit 7.1.1's redegørelse af garantier og dermed den retsvidenskabelige litteratur på området.

Det kan afslutningsvis konkluderes, at der ikke eksisterer en klar konsistens mellem den retsvidenskabelige litteratur og domstolenes anvendelse af begreberne. Det betyder derfor, at der er usikkerhed forbundet med at afgive hhv. garantier og indeståelser, da sælger ved afgivelse ikke ved hvordan domstolene vil bedømme dem. Det afgørende i denne sammenhæng må være hvorledes det afgivne anses for værende generelt eller specifikt afgivet.

En garanti der er afgivet generelt, tager forbehold for den viden køber i forbindelse med due diligence-undersøgelsen har fået kendskab til. I praksis samt den retsvidenskabelige litteratur omtales en sådan afgivelse som general disclosure. Modsætningen til dette, er specifikke sikkerhedsstillelser der ikke tager forbehold for købers viden, hvorfor sælger bærer risikoen. Det betegnes i den retsvidenskabelige litteratur som specific disclosure.

Det fremgår af den retsvidenskabelige litteratur, at normen i Danmark er general disclosure, således, at kun skriftlige oplyste forhold er omfattet.¹⁸⁷

Der kan på baggrund af dette argumenteres for, at parternes interesser også her er modsatrettede. Det følger af købers ønske om, at sælger afgiver specifikke sikkerhedsstillelser, hvorimod sælger ønsker at afgive generelle sikkerhedsstillelser.

Ønskerne synes i overensstemmelse med den generelle antagelse om parternes egen-optimering og ønske om at allokere mest mulig risiko over på modparten. Derudover kan normen om generel sikkerhedsstillelse i Danmark indikere, at køberen af en virksomhed ikke gør klogt i at undersøge målvirksomheden, da muligheden for, at sælger ifalder ansvar minimeres.

Det er beskrevet i afsnit 3.6, at købers fordele ved at undersøge målvirksomheden, er større end ulemperne ved at lade være, hvorfor det ikke er ønskværdigt, med en norm der kan skabe incitament hos køber til ikke at foretage due-diligence.

Det antages, at normen ved generelle sikkerhedsstillelser mindsker købers incitament til at undersøge, hvorfor det vurderes nødvendigt, at afgivelsernes tilblivelse og formål analyseres.

¹⁸⁷ Hansen og Lundgren (2014), s. 254.

En måde hvorpå køber kan minimere risikoen forbundet med generelle sikkerhedsstillelser, er ved at indskrive denne formulering i overdragelsesaftalen: ” *Sælgers garantier og erklæringer afgives med forbehold for de forhold, som er oplyst [skriftligt] til Køber i forbindelse med Købers due diligence-undersøgelse. Et forhold skal i denne forbindelse anses for »oplyst« såfremt forholdet fremgår med en sådan klarhed, at Køber er eller burde være blevet bekendt med dets eksistens i forbindelse med undersøgelsen.* ”¹⁸⁸

7.2 Garantikatalogets tilblivelse og formål

Et garantikatalog er en samlet betegnelse for de garantier, erklæringer og indeståelser, sælger stiller køber i forbindelse med en overdragelse. Der vil i indeværende afsnit blive sondret mellem en konventionel og strategisk virksomhedsoverdragelse i forbindelse med garantikatalogets formål og tilblivelse.

Grundlæggende ønsker køber i forbindelse med virksomhedsoverdragelser oftest, at sælger garanterer, indestår eller erklærer, at flere bestemte forhold består, grundet købers uvished omkring målvirksomheden.

Garantikataloget vil variere alt efter hvilken type virksomhed der overdrages.

Oftest vil garantierne blive stillet på områder som adkomst og konfliktende aftaler, målvirksomheden, pant/kaution, finansiel, skat, medarbejdere, aftaler, ejendomme, forsikring, tvister og loyal oplysningspligt.¹⁸⁹ På de forskellige områder vil der være generelle og specifikke garantier, som er tilpasset de konkrete omstændigheder.¹⁹⁰

I praksis har garantikataloget til formål at belyse dokumenter i datarummet samt at sikre køber ret til at rette krav mod sælgeren såfremt et garanteret forhold ikke består.¹⁹¹ Garantikataloget kan altså anvendes til at mindske den asymmetriske information, da sælger påtager sig den økonomiske risiko for et forhold består ved afgivelsen af et garantikatalog, som det også ses i U.2009.1598 H.

Køber forventer grundet sælgers viden omkring målvirksomheden, at denne accepterer et bredt

¹⁸⁸ Ibid, s. 255.

¹⁸⁹ Ibid, s. 201-215.

¹⁹⁰ Se bilag 4.

¹⁹¹ Se bilag 4.

garantikatalog.¹⁹² Den ønskede bredde af garantikataloget er forskellig for hhv., køber og sælger. Et bredt garantikatalog er ønskværdigt for køber som følge af mest mulig risiko allokeres over på sælger. Sælger ønsker omvendt at afgive et smalt garantikatalog der tager forbehold for købers viden.

Bredden af garantikataloget vil have betydning for købesummen, da køber antages at ville betale en højere pris for målvirksomheden, såfremt der er stillet et bredt garantikatalog, hvilket også vil være i sælgers interesse, såfremt denne ikke har nogen betænkeligheder ved målvirksomhedens beskaffenhed.

Såfremt sælger stiller et bredt garantikatalog, signalerer det åbenhed samt tillid.

Garantikataloget kan altså bidrage positivt til både den konventionelle og strategiske virksomheds-overdragelse.

Afgivelsen af garantikataloget kan forbindes med konventionelle virksomhedsoverdragelser, da forholdende der garanteres ofte, er af reaktiv karakter. Centralt for den konventionelle virksomhedsoverdragelse er allokering af risiko, samt muligheden for at kræve erstatning. Forhandling om garantikatalogets udformning, er allokering af risiko mellem parterne og et brud på garantikataloget, vil give køber ret til at kræve erstatning.

I strategiske virksomhedsoverdragelser vil garantierne ligeledes have til formål at belyse ukendte forhold om målvirksomheden. Derudover vil garantikataloget med fordel kunne udformes således, at det regulerer sælgers incitamenter til samarbejde samt underretning.

Afhandlingen vurderer derfor, at garantikatalogets tilblivelse samt formål kan udvides således at, sælgers handlinger også garanteres, hvilket antages at have en positiv effekt på den strategiske virksomhedsoverdragelse.

Afslutningsvis antages det, at sælger bør være villig til at acceptere et bredt garantikatalog, da bredden både vil afspejles i købesummen og agere bindeled mellem parterne.

7.3 Garantikatalogets effekt på en virksomhedsoverdragelse.

Afhandlingen vurderer, at bredden af garantikataloget afspejles i købesummen. Derudover vil et bredt garantikatalog kan agere bindeled i en strategisk virksomhedsoverdragelse og skabe incitamentsforenelighed.

¹⁹² Hansen og Lundgren (2014), s. 261.

Omvendt kan de forenede incitamenter blive bremset af den relations hæmmende effekt som et brud på garantikataloget medfører.

Retspraksis har vist, at køber har ret til erstatning eller at hæve købet ved garantibrud. Køber vil ved garantibrud anvende ressourcer på at gøre en misligholdelsesbeføjelse gældende, som i værste tilfælde vil kræve domstolsprøvelse.

I en strategisk virksomhedsoverdragelse antages det, at domstolsprøvelser har en ikke ubetydelig negativ effekt på det efterfølgende samarbejde mellem parterne.

Udgangspunktet ved koncipering af garantikatalogets bredde er, at parten med forhandlingsstyrken i kontraktforholdet vil allokere mest mulig risiko over modparten. Garantikatalogets hovedformål ved konventionelle virksomhedsoverdragelser vil derfor være allokering af risiko.

Garantikatalogets effekt ved en strategisk virksomhedsoverdragelse kan betragtes som værende bilateralt, da kataloget bør regulere både ukendte forhold samt sælgers adfærd.

Der kan ske garantibrud, på baggrund af sælgers skjulte handlinger og/eller manglende informationsdeling.

Der kan dog også ske garantibrud grundet eksogene forhold, som vil være ude for sælgers kontrolsfære.

Garantibrud kan have en negativ effekt på samarbejdet, der som bekendt er afgørende for den strategiske virksomhedsoverdragelse.

I nedenstående afsnit vil en Warranties & Indemnities forsikrings effekt på virksomhedsoverdragelser blive analyseret.

8. Warranties & Indemnities forsikring

Warranties & Indemnities forsikring (herefter W&I forsikring), også kaldet en transaktionsforsikring eller garantiforsikring, er en måde hvorpå parterne kan allokere risiko over på forsikringsselskabet.

Den forsikrede risiko er sælgers ansvar for rigtigheden af de afgivne garantier og erklæringer.¹⁹³

For denne opgaves ses det relevant at undersøge hvilke fordele og ulemper der vil være forbundet med at tegne forsikringen i kontraktforholdet mellem sælger og køber i forhold til den konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelse.

Der vil i nedenstående afsnit blive redegjort for retsgrundlaget, historien samt forsikringens karakteristika.

8.1 Retsgrundlag

Baggrundsretten ved tegningen af en W&I forsikring reguleres af reglerne i aftaleloven, som fastligger aftalefrihed mellem de kontraherende parter.¹⁹⁴

Aftaleloven indeholder ingen almindelige fortolkningsregler, med undtagelse af aftalelovens § 38b (i forbindelse med forbrugeraftaler). W&I forsikringer reguleres af forsikringsaftaleloven, som har til formål at regulere aftalegrundlaget mellem forsikringstager og det givne forsikringsselskab. Forsikringsaftalelovens § 3 lyder som følger: ” *Denne lovs bestemmelser kommer, for så vidt de ikke udtrykkeligt er erklæret for ufravigelige eller deres ufravigelighed følger af andre retsregler, kun til anvendelse, hvis ikke andet er udtrykkeligt aftalt eller må anses indeholdt i aftalen*”.¹⁹⁵

I forbindelse med af en W&I forsikring, vil de forskellige vilkår oftest være reguleret på baggrund af den enkelte overdragelsesaftale, grundet den diversificerede natur, hvorfor den direkte anvendelse af forsikringsaftaleloven vil være af begrænset karakter.

8.2 Garantiforsikring

Helt overordnet set tegnes en forsikring hos forsikringsselskabet og forsikringsaftalen reguleres i et dokument der kaldes en forsikringspolice. Her er de vigtigste detaljer nedskrevet og policen vil

¹⁹³ Hansen og Lundgren (2014), s. 266.

¹⁹⁴ Aftalelovens § 1.

¹⁹⁵ Lov om forsikringsaftaler, jf. lovbekendtgørelse nr. 999 af 5. oktober 2006 § 3

oftest indeholde forsikringssummen, forsikringspræmien, samt forsikringstagers selvrisiko, som er det beløb forsikringstager selv skal afholde ved indtrædelsen af en forsikringsbegivenhed. Forsikringstager defineres i forsikringsaftalelovens § 2, stk. 2, som den der har sluttet aftale om forsikring med selskabet.

Derudover vil det oftest fremgå hvilken interesse forsikringsselskabet har forsikret. Den sikrede interesse defineres som forsikringsydelsen jf. forsikringsaftalelovens § 2, stk. 3.

En W&I forsikring er en skadesforsikring, der tegnes for at dække eventuelle hændelser, som medfører et økonomisk målbart tab.¹⁹⁶

En W&I forsikring vil dække et eventuelt brud på garantikataloget, som medfører et økonomisk tab hos forsikringstageren.

Den sikrede risiko ved en W&I forsikring er de garantier og erklæringer, som forsikringsselskabet har accepteret.

Det er altså sælgers ansvar for rigtigheden af garantikataloget der er den sikrede interesse.¹⁹⁷

Forsikringsaftalen vil næsten altid indeholde en bestemmelse om, at forhold køber har fundet i sin due diligence-undersøgelse ikke er omfattet forsikringsaftalen.

Afslutningsvis fastlægges det, at en W&I forsikring er en erhvervsforsikring, da den kun finder anvendelse i erhvervsøjemed. Forsikringstypen har været udbudt siden 1980'erne, hvor den blev brugt som finansielt instrument overfor de afgivne garantier.¹⁹⁸ Siden da har forsikringsproduktet udviklet sig markant og dækker nu hovedsageligt ukendte risici, men også kendte risici i en overdragelse såsom skat, miljøspørgsmål og regnskabsmæssige forhold, såfremt det vurderes, at risikoen for, at forsikringsbegivenheden indtræder, er tilstrækkelig lav.¹⁹⁹

Da W&I forsikringen først blev udbudt, var der en masse udfordringer ved denne. Den blev af de kontraherende parter kritiseret for at være for tidskrævende, dyr og ufleksibel i forhold til virksomhedsoverdragelsers forskellige natur.

¹⁹⁶ Forsikringsret, side 26.

¹⁹⁷ Hansen og Lundgren (2014), s. 266.

¹⁹⁸ Willis. (2003). M&A forsikringer: Et værktøj til hurtigere, smidigere og mere omkostningseffektive transaktioner.

Side 1.

¹⁹⁹ Ibid.

I stedet blev købers sikkerhedsstillet ved anvendelsen af en escrow-konto. Escrow er en depone-ring af hele eller en del af købssummen.²⁰⁰ Køber vil kræve, at en del af købesummes indsættes på en spærret konto i en vis periode og oftest i en periode løbende fra afgivelse af garantier og erklæ-ringer og indtil sælgers ansvar for disse udløber.

Køber kan anvende denne, hvis sælgers evne til at kunne betale et muligt erstatningskrav vurderes usikkert.²⁰¹

W&I forsikringen har efterfølgende udviklet sig. Der er kommet flere udbydere på markedet og den naturlige konkurrence har optimeret prisen, fleksibiliteten af dækningsomfanget samt reduce-ret tiden det tager at udtage forsikringen.

Forsikringen kan tegnes, så den følger samme tidslinje som selve overdragelsen, hvilken gør den yderst interessant og medfører at flere parter vælger at tegne forsikringen.

Dette understøttes af den ny-institutionelle økonomiske teori som antager, at aktører på marke-det er begrænset rationelle og derfor ikke kan forudse alle fremtidige begivenheder, hvorfor de vælger at tegne forsikringen.²⁰²

En af fordelene ved at tegne W&I forsikringen er, at en escrow-konto ikke behøves.

Sælger kan derfor få adgang til hele købesummen, hvilket kan være en stor fordel, hvis sælger vil geninvestere i målvirksomheden, eller i andre muligheder. Sælgers adgang til hele købesummen er i virksomhedsoverdragelsessammenhæng bedre kendt som clean exit.²⁰³

Prisen ved udtagelse af W&I forsikringen vil variere, og afhænger af købesummen samt omfanget af garantikataloget. Forsikringssummen regulerer den udbetaling der kan ske og vil oftest ligge på et niveau mellem 10-30% af købesummen. Selvriskoen vil oftest udgøre 0,5-1% af denne. Forsik-ringspræmien fastsættes på baggrund af forsikringssummen²⁰⁴, og vil som udgangspunkt udgøre 1-2,5% af denne.²⁰⁵

Det kan derfor være dyrt at tegne en W&I forsikring som følge af overdragelsessummerne.

²⁰⁰ Hansen og Lundgren (2014), s. 264.

²⁰¹ ibid

²⁰² Se mere herom i afsnit 1.7.4

²⁰³ Bech-Bruun Slides anno 2016, vedhæftet i mail fra Alexander Kielland.

²⁰⁴ Forsikringspræmien er prisen forsikringen koster at tegne.

²⁰⁵ Kempler, B. (2015). W&I Forsikringer: Afdæk risici ved virksomhedssalg. Link: <https://www.kromannreumert.com/Insights/2015/Wogl-forsikringer-Afdaek-risici-ved-virksomhedssalg> (sidst besøgt 8/5/2019)

Eksempelvis vil en W&I forsikring ved et virksomhedskøb på 1 milliard danske kroner koste imellem 1-7,5 millioner kroner.²⁰⁶ Forsikringspræmien anses i denne afhandling som en transaktionsomkostning, som vil blive analyseret nærmere i afhandlingens næste kapitel.

W&I forsikringen kan tegnes af både køber og sælger.

Sælgers udtagelse af en W&I forsikring en sell-side police. Tegnes en sælgerforsikring kan sælger rette henvendelse til forsikringsselskabet, når sælger mødes med et krav fra køber om garantibrud.²⁰⁷ I situationen hvor sælger retter henvendelse til forsikringsselskabet sker der en forsikringsudbetaling i de tilfælde, hvor garantibruddet er indeholdt i forsikringsaftalen. Forsikringsudbetalingen dækker også sagsomkostninger forbundet med krav. Selvriskoen modregnes i forsikringsudbetalingen til sælger.²⁰⁸

Forsikringsaftalen mellem sælger og forsikringsselskabet (policen), vil som oftest indeholde en undtagelsesbestemmelse vedrørende svig (fraud). Sælgers svigagtige handlinger vil såfremt et brud på en garanti opstår medføre, at der ikke er forsikringsdækning jf. forsikringsaftaleloven § 4.

Sælgerforsikringen var den måde det blev gjort på i starten af W&I forsikringernes levetid, men i dag er det hovedsageligt køberforsikringer der tegnes.²⁰⁹ Dette skyldes at processen forenkles når køber tegner forsikringen, da denne i tilfælde af garantibrud, kan henvende sig direkte til forsikringsselskabet. Sælgerforsikringen vil bevirke, at kravet fra køber videresendes to gange frem for én ved købers tegning af W&I forsikringen. Det antages at være grunden til at køberforsikringer udgør 70-80 % af de tegnede W&I forsikringer.²¹⁰

Køber vil kunne rette henvendelse direkte til forsikringsselskabet, hvilket også er i sælgers interesse, som følge af forsikringsselskabet ved tegningen af W&I forsikringen påtager sig sælgers erstatningsansvar. Sælgeren vil dog stadig kunne i falde erstatningsansvar såfremt kravet overstiger forsikringssummen. En sådan sag finder i øjeblikket sted imellem FSN Capital (herefter FSN) og

²⁰⁶ Eksempel på beregning ved forsikringssum på 30% og forsikringspræmie på 2,5% af forsikringssummen:
 $1.000.000.000 * 30\% * 2,5\% = 7.500.000.$

²⁰⁷ Nikolaj speciale side 95

²⁰⁸ Willis. (2003). s. 2.

²⁰⁹ Ibid.

²¹⁰ Ibid.

Procuritas. FSN har købt Gram Equipment af Procuritas for ca. 1 milliard danske kroner, og tegne i forbindelse med købet en W&I forsikring. FSN identificerede efter overdragelsen, at det købte selskab havde et underskud på 183 millioner, hvilket ikke stemte overens med forventningen om, at selskabet havde et driftsoverskud på 100 millioner.²¹¹ Det er ikke anført hvilke garantier Procuritas havde stillet til FSN, men det antages, at der var garanteret et driftsoverskud, da FSN af forsikringsselskabet Liberty GTS fik en forsikringsudbetaling på 50 millioner euro (373 millioner danske kr.). Efter Børsens oplysninger var det den fulde forsikringssum. Endvidere fremgår det at forsikringsudbetalingen kun dækkede halvdelen af FSN's påståede tab, hvorfor de nu retter krav mod Grams (målvirksomheden) tidligere ledelse og Procuritas. Afslutningsvis noteres det, at Procuritas ifølge forsikringen ikke havde opfyldt den loyale oplysningspligt som følge af der var afgivet forkerte og vildledende oplysninger om regnskabet.²¹² Ligeledes anser ekspert Rasmus Madsen fra RiskPoint også dette som et garantibrud.²¹³

8.3 Incitamentsstrukturen ved forsikringstegning

Det er anført hvorledes 70-80% af de tegnede W&I forsikringer tegnes af køberen og, at det var fordelagtigt for FSN at tegne en sådan forsikring.

Afhandlingen stiller sig undrende over for købers incitament til tegning af en W&I forsikring, når sælger bærer den økonomiske risiko for et garanteret forhold jf. U.2009.1598 H.

Afhandlingens undren skyldes, at det for køberen i princippet kan være ligegyldigt om erstatningsudbetalingen for garantibruddet erlægges af sælgeren eller forsikringsselskabet. Dermed kunne W&I forsikringen anses som en unødvendig transaktionsomkostning for køberen af en virksomhed ved en konventionel virksomhedsoverdragelse.

Sælgeren burde derfor afholde hele forsikringspræmien, i og med den i grove træk kun bidrager positivt til sælgeren, da forsikringsselskabet som bekendt overtager sælgers mulige erstatningspligt. I praksis synes det tydeligt, at W&I forsikringen er populær hos virksomhedssælgere. I JLT's

²¹¹ Elstrup, M. (2019). Kapitalfond får 373 mio. kr. efter jysk opkøbsfades: "Sagen er ikke slut for os". Link: <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/379300/kapitalfond-faar-373-mio-kr-efter-jysk-opkoeb-fades-sagen-er-ikke-slut-for-os.html> (sidst besøgt d. 8/5/19)

²¹² Ibid.

²¹³ Se bilag 4

M&A INSURANCE INDEX 2017, ses det at i 40% af de tegnede forsikringer, er det sælger som starter processen.

Dernæst er det bemærkelsesværdigt at i 93% af tilfældene er det en buy-side police, altså køber der er forsikringstager.²¹⁴ Det indikerer, at sælgeren i virksomhedsoverdragelser har stor interesse i, at der tegnes en W&I forsikring, hvorfor sælger ofte initierer processen.

En overordnet betragtning omkring forsikringstegning er, at forsikringstageren sænker sit agtpågivenhedsniveau, da risiko allokeres over på forsikringsselskabet.

I virksomhedsoverdragelsessammenhæng kan det påvirke den prækontraktuelle fase, da køber i sin due diligence-undersøgelse kan have en tendens til at foretage en mindre grundig undersøgelse af målvirksomheden, da forhold som køber finder i undersøgelsen oftest, vil være undtaget i forsikringen.

Dernæst kan det antages, at sælger ved tegning af en W&I forsikring vil have incitament til at garantere samtlige ukendte forhold der ellers ikke ville have været stillet garanti for. Det skyldes, at forsikringsselskabet påtager sig risikoen.

Det bemærkes dog, at forsikringsselskabet i forsikringsaftalen vil have mulighed for at selektere, hvilke forhold forsikringen skal omfatte.

Derudover vil W&I forsikringen oftest blive udformet på baggrund af købers due diligence-undersøgelse. Det kan dermed diskuteres, hvorvidt agtpågivenhedsniveauet rent faktisk påvirkes af forsikringstegningen, som følge af forsikringsselskabet næppe vil acceptere at bære risikoen forbundet med et uforholdsmæssigt bredt garantikatalog samt en sparsom due diligence-undersøgelse.

I lyset af den negative effekt forsikringstegningen kan have, synes købers forsikringstegning dog at kunne bidrage positivt i de situationer, hvor køber og sælger ønsker en relation efter overdragelse. Afhandlingen formoder, at garantibrud kan være relationshæmmende, hvis sælgers nøglemedarbejdere og/eller dele af ledelsen skal integreres i købers virksomhed, da garantibrud kan resultere i domstolsprøvelse. Forsikringen vurderes derfor at være fordelagtig i en strategisk virksomhedsoverdragelse.

Hvis W&I forsikringen tegnes, kan den potentielt friholde sælger for at skulle betale erstatning, hvilket vil være en stor fordel i en strategisk virksomhedsoverdragelse. Dermed synes det relevant

²¹⁴ JLT (2017), Global M&A Insurance Index 2017, Downloadet på følgende link: <https://www.jlt.com/insurance-risk/merger-and-acquisition-insurance/insights/global-mergers-and-acquisitions-insurance-index-2017>, s. 2.

at vurdere hvorledes W&I forsikringen kan anvendes som kontraktstyringselement i overdragelsen.

8.4 W&I forsikringen som aktivt kontraktstyringselement i den strategiske virksomhedsoverdragelse

Et af de centrale områder for denne opgave, er at undersøge, hvorvidt man kan anvende en W&I forsikring, som et kontraktstyringselement mellem parterne. Købers tegning af forsikringen, vil allokere risiko over på forsikringsselskabet.

Det er i købers interesse ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, hvor sælger skal bidrage aktivt til integrationen af målvirksomheden.

W&I forsikringen vil aktivt kunne hjælpe parternes samarbejde i tilfælde af et garantibrud, da køber ikke skal rette krav mod sælger, men blot anmelde skaden til forsikringsselskabet. Det betyder derfor, at W&I forsikringen vil kunne bidrage positivt til en strategisk virksomhedsoverdragelse.

Denne tankegang tilsluttes af flere eksperter. Rasmus Madsen²¹⁵ der er M&A Underwriter i RiskPoint A/S svarer et mail-interview, at han tilslutter sig afhandlingens ide om, at W&I forsikringen kan agere bindeled med køber og sælger, da risikoen tiltes over på forsikringsselskabet.²¹⁶ Ligeledes betegner Alexander Kielland²¹⁷ W&I forsikringen som genial i de tilfælde hvor sælger skal geninvestere i målvirksomheden. Hertil påpeger Alexander Kielland, at køber ved at skulle rette krav mod et forsikringsselskab ikke "ødelægger den gode stemning". Den ødelægges derimod såfremt der ikke er tegnet forsikring.²¹⁸

Afhandlingens antagelse om, at W&I forsikringen kan anvendes som et aktivt styringselement i virksomhedsoverdragelse understøttes altså af de to ekspertudtalelser.

W&I forsikring antages derfor at have sin eksistensberettigelse i en strategisk virksomhedsoverdragelse på trods af den høje forsikringspræmie. Parterne kan derfor med fordel investere i en W&I forsikring, i de tilfælde hvor en strategisk virksomhedsoverdragelse ønskes.

²¹⁵ Rasmus Madsen beskæftiger sig dagligt med W&I forsikringer, og anses derfor som ekspert på området.

²¹⁶ Se bilag 4

²¹⁷ Alexander Kielland arbejder til dagligt som Legal Director i Vækstfonden, hvor han beskæftiger sig med Venture debt. Derudover er han forelæser i Finansieringsret på Copenhagen Business School.

²¹⁸ Se bilag 2

Afhandlingen vurderer, at forsikringen bør udelades ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, da den her blot bør ses som en ekstra transaktionsomkostning. Den optimale anvendelse af transaktionsomkostninger i hhv. den konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelse, analyseres i nedenstående kapitel.

9. Anvendelsen af transaktionsomkostninger ved konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelser

Virksomhedsoverdragelser vil aflede transaktionsomkostninger uanset overdragelsesstrategien. Den traditionelle virksomhedsoverdragelse der som bekendt bygger på en reaktiv tankegang, med risikoallokering som hovedformål vil medføre en anvendelse af andre transaktionsomkostninger, end en strategisk virksomhedsoverdragelse der som bekendt bygger på anvendelse af proaktive klausuler.

En proaktiv klausul defineres af René Franz Henschel,²¹⁹ på følgende måde: *”En proaktiv klausul afventer ikke, men forsøger at foregribe og aktivt fremme det, der er ønskeligt, samtidig med at juridiske risici og tvister søges undgået, for derved at opnå forretningsmæssig succes”*.²²⁰ Der eksterer som nævnt i afsnit 2.1.2 aftalefrihed mellem parterne. Den utilstrækkelige baggrundsret kan medføre et inefficiet økonomisk resultat²²¹, hvorfor afhandlingen i samspil med den økonomiske transaktionsomkostningsteori, vil forsøge at udlede hvorledes man kan udforme en overdragelsesaftale optimalt i forhold til hvad parterne ønsker af overdragelsen. Derfor anvendes tankegodset bag strategisk kontrahering, som er et interdisciplinært forskningsfelt, som har fokus på hvorvidt økonomisk forskning kan være med til at kvalificere indholdet af de kontrakter der indgås.²²²

²¹⁹ René Franz Henschel er professor på Aarhus universitet og er specialist på området omkring Proactive Law og Proactive Contract Management, hvorfor han er inddraget i afhandlingen.

²²⁰ Østergaard, K. (2014), s. 9.

²²¹ Tvarnø, C. D. og Østergaard, K. (2018), s. 11

²²² Østergaard, K. (2016), s. 436

Som beskrevet i ovenstående afsnit 1.7.4, anvendes den ny-institutionelle økonomiske teori bedst til at analysere problemstillingen i indeværende afhandling, da sælger og køber er begrænset rationelle og hvor der eksisterer asymmetrisk information samt transaktionsomkostninger.²²³

I transaktionsomkostningsteorien er der hovedsageligt fokus på to former for transaktionsomkostninger; ex ante og ex post. I dansk praksis anvendes ofte de 4K.²²⁴ De 3 ex ante transaktionsomkostninger er hhv. kontaktomkostninger, kontraktforhandlingsomkostninger og kontraktudfærdigelsesomkostninger. Det sidste K har et ex post perspektiv og er kontrolomkostninger.

I forbindelse med strategisk kontraherings tilblivelse, tillægges to andre former for ex post transaktionsomkostninger; kontraktjustering og kommunikation således, at der eksisterer 6K.²²⁵

Deres relevans og værdi ved henholdsvis en konventionel og strategisk virksomhedsoverdragelse, vil i det følgende blive undersøgt.

Derudover vil W&I forsikringen blive forsøgt indtænkt og rubriceret som en transaktionsomkostning således, at der efterfølgende vil eksistere 7K'er ved virksomhedsoverdragelser.

9.1 Ex ante transaktionsomkostninger

Ex ante transaktionsomkostninger omhandler de omkostninger, der anvendes inden overdragelsesaftalens indgåelse på at søge, forhandle og koncipere overdragelsesaftalens indhold.

9.1.1 Kontaktomkostninger

Kontaktomkostninger er de transaktionsomkostninger der anvendes ex ante til at finde den optimale målvirksomhed. Disse kan også rubriceres som søgeomkostninger, da processen omhandler en søgning efter den optimale medkontrahent.

Der er ved virksomhedsoverdragelser informationsasymmetri mellem køber og sælger, hvor sælgers viden om egen virksomhed, vil være næsten komplet, og køber vil kun have adgang til offentlige oplysninger.

Om køber skal anvende transaktionsomkostninger på søgeprocessen, afhænger af hvorvidt køber ønsker at anvende en konventionel eller strategisk virksomhedsoverdragelse.

²²³ Østergaard, K. (2014), s. 9.

²²⁴ Østergaard, K. (2016), s. 440

²²⁵ Ibid

Konventionelle virksomhedsoverdragelser udfærdiges oftest statiske og efterlader ikke rum til forhandling eller efterfølgende justering af kontrakten. En forhandlingsstærk køber, vil afgive et købs-tilbud til sælger, som denne overordnet set må acceptere eller afvise.

Hvis købers succesfulde overtagelse af målvirksomheden ikke er afhængig af sælgers efterfølgende samarbejde, er det ikke nødvendigt, at der foreligger et strategisk fit mellem parterne. Det kan eksempelvis være, at køber erhverver en virksomhed udelukkende på baggrund af deres produktionsmaskiner eller et patent.

En konventionel virksomhedsoverdragelse vil dermed være fordelagtig, da anvendelsen af transaktionsomkostninger på at søge efter medkontrahenten kan minimeres. Overdragelsen kræver overordnet set blot en køber der er bevidst om hvad der kan styrke deres virksomhedsportefølje, samt en sælger der er villig til at afstå målvirksomheden.

I strategiske virksomhedsoverdragelser, er det nødvendigt at anvende transaktionsomkostninger til at udvælge den optimale medkontrahent/samarbejdspartner. I strategiske virksomhedsoverdragelser anvendes tankegodset fra strategisk kontrahering, hvor parternes strategiske fit samt komplementære ressourcer er centrale præmisser der skal være opfyldt før parterne sammen, kan skabe en overnormal profit ex post overdragelse.²²⁶

Køber bør derfor anvende ressourcer på at søge efter den optimale målvirksomhed. Derudover er det nødvendigt, at køber i processen screener de mulige målvirksomheder, som følge af udvælgelsen af den forkerte målvirksomhed kan have negative økonomiske konsekvenser ex post. I den økonomiske teori er denne problemstilling kendt som adverse-selection, som referer til ugunstig udvælgelse. Endvidere er det vigtigt at bemærke, at der mellem parterne eksisterer asymmetrisk information, der efficient kan mindskes ved en grundig søge- og udvælgelses proces.

Derudover er det ved strategisk kontrahering en central præmis, at parterne besidder samme generiske strategi. Der eksisterer helt grundlæggende tre generiske strategier, som virksomheder vælger imellem.²²⁷

Disse opridses og kommenteres kort for at give et overblik, da udvælgelsen af målvirksomheden, spiller en central rolle i indeværende afhandling.

²²⁶ Tvarnø, C. D. og Østergaard, K. (2018), s. 13.

²²⁷ Østergaard, K. (2014), s. 13

Den første strategi er en omkostningsminimeringsstrategi. Her adskiller virksomheden sig fra andre aktører på markedet ved at sælge sine produkter til lavere priser sammenlignet med konkurrenterne.²²⁸

Her har hele organisationen fokus på at skære omkostninger og derved udbyde et billigere produkt til forbrugeren. Et eksempel fra tøjbranchen kunne være H&M samt Ikea indenfor møbelbranchen.

Virksomheden kan også vælge en differentieringsstrategi. Denne kan være på design, hvor et stærkt varemærke med en stærk signalværdi, gør det svært for konkurrenter at tilfredsstille behovet for netop dette produkt hos forbrugeren. Et eksempel på dette kunne være Royal Copenhagen, som differentierer sig på design og som oftest kan medføre en stærk loyalitet hos forbrugere, der ønsker produktet. Differentieringsstrategien henvender sig ligesom omkostningsminimeringsstrategien til en bred forbrugerkreds.

Fokusstrategien, som er den sidste strategi, henvender sig til en begrænset forbrugerkreds, hvor prisen ofte er meget høj og derved signalerer eksklusivitet.²²⁹ Som eksempel herpå kan man indenfor bilindustrien fremhæve Ferrari eller Rolls-Royce.

Kontrahenterne antages at kunne besidde et strategisk fit med komplementære ressourcer, såfremt de har samme generiske strategi.

Hvis køber i sin søgeproces finder en målvirksomhed, med hvem man besidder et strategisk fit og komplementære ressourcer, kan køber med fordel anvende en strategisk virksomhedsoverdragelse, da muligheden for at skabe merværdi gennem samarbejdet eksisterer.

9.1.2 Kontraktforhandlingsomkostninger

Når målvirksomheden er fundet, vil der skulle udfærdiges en overdragelsesaftale. Inden den udformes, er der en masse vilkår der skal forhandles. Vilkårene forhandles og udformes på baggrund af købers due diligence-undersøgelse af målvirksomheden, der som bekendt har til formål at identificere risiko samt muligheder forbundet med købet af målvirksomheden. Due diligence-undersøgelsen foretages oftest af specialister fra virksomheden, samt eksterne eksperter. De eksterne eksperter vil som oftest være advokater, der beskæftiger sig med virksomhedsoverdragelser.

²²⁸ Ibid.

²²⁹ Ibid.

Det er afgørende hvorvidt virksomhedsoverdragelsen sker ved en konventionel eller strategisk virksomhedsoverdragelse, da det vil have indflydelse på mængden af transaktionsomkostninger der bør anvendes i forhold til kontraktforhandling.

En køber der har forhandlingsstyrken vil ved en konventionel virksomhedsoverdragelse anvende transaktionsomkostninger på at allokere risiko over på sælger.²³⁰ Det vil være reaktive bestemmelser der indskrives i overdragelsesaftalen. Endvidere risikosikrer køber ved at allokere diverse typer af risiko over på sælger, som følge af ansvarsgrundlaget indskrænkes.²³¹

Forhandlingen og udformningen af en reaktiv kontrakt, hvor køber forsøger at forudse alle fremtidige begivenheder for at sikre sig mod dem, antages at være en tids- og omkostningstung proces. Ved strategiske virksomhedsoverdragelser, vil parterne med fordel kunne minimere anvendelsen af transaktionsomkostninger ex ante ved at acceptere deres begrænsede rationalitet, og i stedet indføre proaktive bestemmelser i overdragelsen. En proaktiv klausul er fremtidsorienteret, da den ønsker at foregribe og fremme det ønskelige, samt forhindre juridiske risici.

Til at understøtte ovenstående, har retssociologiske undersøgelser fra IACCM (The International Association for Contract & Contract Management), gennem de sidste mange år (2011-2019), fastlagt at jurister forhandler om andre ting, end de ting der vurderes at bringe værdi til en kontraktrelation.²³²

Deres retssociologiske undersøgelser, som har mere end 11.000 respondenter fordelt på 152 lande viser, at de ting der forhandles om, ikke er de samme som respondenterne mener bringer værdi i kontraktrelationen. Afhandlingen har på baggrund af de sidste 8 års undersøgelser fundet frem til, at både forhandlede og værdiskabende forhold ændrer sig år til år, men overordnet er der nogle forhold der går igen. De er fremhævet på næste side. Derudover har afhandlingen et særligt fokus på de forhold, som vurderes at være af vigtig karakter for virksomhedsoverdragelser.

²³⁰ Ibid, s. 6.

²³¹ Ibid.

²³² Ibid, s. 5.

Top terms in negotiation IACCM

	Hyppigst forhandlede forhold	Værdiskabende forhold i kontraktrelationen
1.	Limitation of liability	Scope and Goals
2.	Indemnification	Responsibilities of parties
3.	Pricecharge /Price changes	Performance / Guarantees / Undertaking
4.	Termination	Communications and reporting
5.	Payment	Change management

Parter med fokus på merværdiskabelse i strategiske virksomhedsoverdragelser, vil med fordel kunne anvende transaktionsomkostninger på at forhandle og indskrive værdiskabende forhold i overdragelsesaftalen.

I strategiske virksomhedsoverdragelser er det særligt den vidtgående samarbejdsforpligtelse som skal forhandles og implementeres i overdragelsesaftalen således, at parterne er forpligtede og har incitament til at samarbejde om det fælles mål.

De elementer, som respondenterne anser som værdiskabende i en kontraktrelation, er forhold af proaktiv og fremadrettet karakter.

Punkt 1 vedrører muligheder og mål. Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, besidder parterne som bekendt et strategisk fit.

Et strategisk fit vedrører ikke blot et fælles mål for virksomhedsoverdragelsen. Et strategisk fit fordrer enighed mellem parterne i forbindelse med målet. Parternes strategi vil være en plan for hvordan de sammen i en koordineret indsats vil realisere deres mål.

Punkt 2 i undersøgelsen vedrører ansvarsfordeling og kan sidestilles med risikoallokering og såfremt parterne ønsker en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil de med fordel kunne allokere risikoen over på den part som bedst kan bære den. Den part der vurderes bedst til at kunne bære risikoen for et vist forhold, samt de økonomiske konsekvenser såfremt forholdet ikke opfyldes²³³, vil med fordel kunne påtage sig denne i strategiske virksomhedsoverdragelser.

²³³ Andersen, M.B og Lookofsky, J. (2015), s. 145.

Punkt 3 vedrører garantier, performance samt bestræbelser. Afhandlingen antager, at garantier i den strategiske virksomhedsoverdragelse kan udvides til at regulere adfærd. Det kan være med til at sikre incitament til performance. Dette understøtter afhandlingens tidligere konklusion om garantikatalogets tveæggede formål.

Punkt 4 i undersøgelsen omhandler kommunikation og rapportering, der ligeledes er en proaktiv bestemmelse, som skal sikre kontraktrelationens positive output. Kommunikation og rapportering kan sidestilles med principperne om underretnings- og samarbejdsforpligtelsen i en strategisk virksomhedsoverdragelse for at sikre, at væsentlige forhold der kan påvirke kontraktens positive opfyldelse, underrettes til modparten.

Punkt 5, som er Change Management, vedrører hvorledes ændringer håndteres, oplyses samt behandles i en ny organisation. Ændringer kan for ansatte som ikke er tæt på overdragelsesprocessen være et usikkerhedsmoment, hvilket kan afføde en negativ holdning til det ukendte.²³⁴ Nye opgaver medfører usikkerhed, hvilket skaber frygt for at blive overflødiggjort. Respondenterne i undersøgelsen, som er virksomhedsledere fra hele verden har ønsket om, at ændringer sker på en oplyst måde således, at der er en ensrettet forståelse for de ændringer der laves, samt hvorfor de laves.

I kontrast til de proaktive klausuler, som ønskes forhandlet af virksomhedslederne er de forhold som juristerne oftest forhandler om. Her er ansvarsbegrænsning, erstatning, pris, terminering samt betaling, de forhold der anvendes tid og transaktionsomkostninger på. Der er tale om traditionelle forhold af reaktiv karakter, hvor den stærke forhandlingspart, vil ansvarsbegrænse og allokerer risiko over på den svage part.

Et element som ses forbigået i den retsvidenskabelige litteratur er hvorvidt det er optimalt, at udelukkende anvende jurister til at forhandle og udfærdige en virksomhedsoverdragelsesaftale.²³⁵ Det vil være relevant at vurdere hvilken overdragelsesform der anvendes. Som nævnt vil den stærke part i en overdragelsesaftale, der blot ønsker at overtage målvirksomheden uden behov for

²³⁴ Hansen og Lundgren (2014), s. 714.

²³⁵ Hansen og Lundgren (2014), s. 713.

sælgers yderligere samarbejde, kunne udforme en overdragelsesaftale der ansvarsbegrænser samt allokerer risiko over på modparten.

I en strategisk virksomhedsoverdragelse vil parterne have et gensidigt ønske om, at overdragelsesaftalen forhandles og konciperes således, at parterne er forpligtede og har incitament til at samarbejde, og dermed egen-optimere ved at fælles-optimere.

Oftest vil virksomhedsejere ikke være juridiske eksperter. De har eksempelvis udviklet en produktionsvirksomhed og ønsker at overdrage denne til en køber som kan videreføre og løfte denne virksomhed grundet deres størrelse samt viden indenfor teknologien. Hvis sælger, som en del af overdragelsesaftalen, skal reinvestere i virksomheden og aktivt medvirke til overdragelsens succes, vil parterne i denne sammenhæng med fordel kunne forventningsafstemme det fælles mål, ansvarsområder, samt definere samarbejdsforpligtelsen.

Parterne vil derudover kunne fastlægge rammerne for konfliktløsning. Eksempelvis vil meditation eller mægling være en fordelagtig konfliktløsningsmodel som følge af, at domstolsprøvelser undgås. Alternativt kan overdragelsesaftalen bygge på en gentlemans agreement, der tilsiger at parterne i fælleskab skal løse konflikten.

IACCM's undersøgerser viser, at juristerne forhandler om reaktive forhold. Det kan der være forskellige årsager til. En antagelse kunne være, at jura er et konservativt håndværk, som ændrer sig, men sandsynligvis ikke i samme hastighed som markedet juraen har til hensigt at regulere.

Derudover har erhvervsjuridisk fuldmægtig, Nikolaj Grønvald Hansen fra Accura Advokatpartnerselskab udtalt, at advokater udformer og forhandler forhold af reaktiv karakter, da det er det mest naturlige for dem. Advokaters arbejde afsluttes når målvirksomheden overdrages, hvorefter parterne på egen hånd skal skabe værdi og realisere synergieffekter.²³⁶ Advokaterne vil kun blive inddraget i processen igen ved eventuelle misligholdelser og et deraf afledt erstatningskrav.

Det vil for udefrakommende advokater være vanskeligt at formulere proaktive bestemmelser, da deres ekspertise i de fleste tilfælde er af juridisk karakter. Eksempelvis vil jurister sjældent have kendskab til hvad der kan skabe værdi i en virksomhedsoverdragelse, der som nævnt er af kompleks karakter.²³⁷

²³⁶ Se bilag 3

²³⁷ Hansen og Lundgren (2014), s 713.

Virksomhederne i en strategisk virksomhedsoverdragelse bør derfor anvende transaktionsomkostninger på, at nøglepersoner fra hver virksomhed forhandler om værdiskabende forhold.

Ovenstående undersøgelser stemmer overens med afhandlingens fokus som vurderer, at der på nuværende tidspunkt forhandles og konciperes in optimalt. Transaktionsomkostninger anvendes sandsynligvis forkert.

9.1.3 Kontraktudfærdigelsesomkostninger

Kontraktudfærdigelsesomkostninger er svære at skille fra kontraktforhandlingsomkostninger, da udfærdigelsen af overdragelsesaftalen sker på baggrund af resultatet af de forhandlede vilkår.

Mængden af transaktionsomkostninger der anvendes til kontraktudfærdigelse varierer, ligesom ved kontraktforhandlingen, alt efter om der anvendes en konventionel eller strategisk virksomhedsoverdragelse.

Det er interessant at vurdere hvorledes udfærdigelsen af en lang juridisk reaktiv overdragelsesaftale, bringer mere værdi til relationen end en kortfattet proaktiv overdragelsesaftale.

Til at vurdere dette, inddrages et interview der er lavet med Rasmus Tønnies som er Business manager i Rambøll og ansvarlig for deres Contract & Commercial management afdeling, som er en af de førende i Danmark på området. Rambølls Contract & Commercial management afdeling har fokus på anvendelsen og udformningen af kontrakten således, at den kan anvendes som et aktivt styringsredskab mellem parterne.

Rasmus er blevet stillet følgende spørgsmål:

"Hvilke fordele bringer det kontraktparterne, at kontrakten anvendes som et bindeled/et referencpunkt og dermed som et positivt styringselement, fremfor at kontrakten forbliver liggende i skuffen uden at nogen rigtigt forstår den og anvender den før tingene går galt?"

Hertil svarer Rasmus følgende:

*"Rent finansielt er der undersøgelser som viser, at god Contract & Commercial management på tværs af kontraktens livscyklus, giver en værdiforøgelse i samhandelsforholdet på 9,2 %. I selve kontraktstyringen (post-signatur) kommer værdiforøgelsen blandt andet til udtryk gennem et bedre samarbejde, der bygger på tydeligere forventninger og aftaler samt mere strømlinede processer, og som betyder at antallet af konflikter dokumenterbart minimeres mens succesraten omvendt går op. Kontrakten har jo netop til formål at bringe konsensus ind i samarbejdet, så spillereglerne er kendte. Det er jo heller ikke særligt hensigtsmæssigt, hvis man møder op med en tennisketcher til en fodboldkamp... IACCM studier har tidligere vist at 72 % af de adspurgte mener, at kontrakter indeholder vigtig information der er direkte relevant for deres arbejde, samtidig med at kun 12 % mener at kontrakter generelt er (let)forståelige. Kontrakter skal være et økonomisk og operationelt værktøj der anvendes som en fælles håndbog og kommunikationsværktøj, og det bliver de sjældent hvis de er skrevet i et jura-sprog, fra jurister til jurister."*²³⁸

Ovenstående bekræfter at parterne med fordel vil kunne udforme overdragelsesaftalen med proaktive bestemmelser, som forsøger at fremme det ønskelige aktivt samtidig med, at juridiske risici samt tvister forsøges undgået. Det er vigtigt, at de indførte bestemmelser sikrer kooperativ adfærd for parterne, således at den ene vinder, når den anden vinder.²³⁹

Det er vigtigt, at kontrakten bliver dynamisk og kan anvendes som et styringselement mellem parterne.

9.1.4 Delkonklusion på ex ante transaktionsomkostninger

9.1.4.1 Kontaktomkostninger

Afhandlingen konkluderer, at mængden af transaktionsomkostninger der skal anvendes på at kontakte og søge efter målvirksomheden, afhænger af overdragelsesstrategien.

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil den forhandlingsstærke køber udse sig en virksomhed, som denne vurdere kan skabe værdi i købers organisation.

²³⁸ Se bilag 1

²³⁹ Tvarnø, C. et al (2013), s. 74.

Køber vil kunne minimere sine søgeomkostninger, da køber ikke behøver at undersøge om denne besidder komplementære ressourcer og et strategisk fit med målvirksomheden.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, forholder det sig omvendt. Køber kan med fordel anvende større mængder transaktionsomkostninger på at søge efter målvirksomheden med komplementære ressourcer og strategisk fit, da det er afgørende for den strategiske virksomhedsoverdragelses mulige succes.

9.1.4.2 Kontraktforhandlingsomkostninger

Kontraktforhandlingsomkostninger og de ressourcer der anvendes på dette, vil også variere markant. Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil parterne som regel anvende en traditionel og reaktiv tilgang ved udformning og forhandling af aftalen.

Det konkluderes, at de forhold som juristerne forhandler om, ikke er de elementer som virksomhedsledere mener skaber værdi i kontraktrelationen. Der forhandles altså inefficiënt. Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse bør parternes nøglemedarbejder inddrages i forhandlingerne til at kvalificere indholdet af kontrakten. Således vil værdiskabende forhold, herunder samarbejde, kommunikation samt evnen til at justere kontrakten løbende, være en del af de proaktive bestemmelser der forhandles og inddrages i overdragelsesaftalen.

9.1.4.3 Kontraktudfærdigelsesomkostninger

Kontraktforhandlingsomkostninger er i tæt sammenhæng med kontraktudfærdigelsesomkostninger, da overdragelsesaftalen udfærdiges på baggrund af de forhandlede vilkår.

Det kan konkluderes, at der i en konventionel virksomhedsoverdragelse vil blive udformet en lang reaktiv aftale, hvilket er forbundet med store mængder af transaktionsomkostninger. Derudover vil de indskrevne forhold oftest ikke være værdiskabende, men blot risikoallokerende.

Den konventionelle virksomhedsoverdragelse kan være den rigtige overdragelsesstrategi, såfremt køber ikke ønsker sælgers fremtidige involvering, samt mulighed for justering af overdragelsesaftalen løbende.

I en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil parterne med fordel kunne inddrage proaktive klausuler i kontrakten, som kan være af værdiskabende karakter. Parterne vil med fordel kunne inddrage nøglemedarbejdere fra begge virksomheder til udformningen og forhandlingen af

overdragelsesaftalen. Nøglemedarbejdere kan kvalificere indholdet af overdragelsesaftalen, samt identificere potentielle værdiskabende elementer og forhold.

9.2 Ex post transaktionsomkostninger

Ex post transaktionsomkostninger omhandler de omkostninger der anvendes efter overdragelsesaftalens gennemførsel til at kontrollere, justere samt kommunikere omkring overdragelsen.

9.2.1 Kontrolomkostninger

Kontrolomkostninger ved en virksomhedsoverdragelse kan eksempelvis være domstolsprøvelse.

Derudover vil det være iagttagelse af om kontrakten opfyldes korrekt.

Som det er tilfældet for de andre former for transaktionsomkostninger, er det også her afgørende om der anvendes en konventionel eller strategisk virksomhedsoverdragelse.

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil den stærke køber bruge omkostninger på at kontrollere hvorvidt sælger lever op til det aftalte. Ved brud, vil køber sandsynligvis gøre en misligholdelsesbeføjelse gældende mod sælger.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, antages det, at såfremt køber har brugt tilstrækkelige transaktionsomkostninger på at udvælge den korrekte målvirksomhed, vil det medføre, at der ikke skal anvendes transaktionsomkostninger på en omkostningstung domstolsprøvelse. Som nævnt ovenfor, skal tvister ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, løses ved mægling og/eller mediation.

9.2.2 Kontraktjusteringsomkostninger

Kontraktjusteringer er en af to nye former for transaktionsomkostninger, som er inddraget ved tilblivelsen af strategisk kontrahering. De oprindelige 4K er således blevet til 6K.²⁴⁰

Indenfor den ny-institutionelle økonomi, er der som nævnt en antagelse om, at parterne er begrænset rationelle. Det vil sige, at de på kontraktindgåelsestidspunktet ikke kan forudse alle fremtidige begivenheder der kan have indflydelse på kontraktens opfyldelse. Det medfører, at der bliver indgået inkomplette kontrakter, på baggrund af den imperfekte information.

²⁴⁰ Østergaard, K. (2016), s. 440.

Parterne kan ikke udlede alle efterfølgende omstændigheder ved kontraktens indgåelse. Såfremt de forsøger at identificere alle efterfølgende omstændigheder, vil det kræve uforholdsmæssig mange transaktionsomkostninger.²⁴¹

Begrænset rationelle parter kan anvende deres viden omkring eksistensen af inkomplette kontrakter til at formulere en økonomisk kvalificeret kontrakt, ved at anvende en kombineret hardship- og gevinstklausul.²⁴²

9.2.2.1 Hardship-klausul

En hardship-klausul er en kontraktbestemmelse, hvorefter kontrahenterne forpligter sig til at genforhandle dele af kontrakten såfremt opfyldelse af denne, er blevet mere byrdefuld, grundet en eksogen omstændighed, som parterne ikke kunne forudse på indgåelsestidspunktet.

Hardship-klausulen finder dog kun anvendelse såfremt de tre følgende kumulative bestemmelser er opfyldt:

*”At den efterfølgende begivenhed ikke skal være kendt på kontraktindgåelsestidspunktet, at den efterfølgende begivenhed væsentlig forrykker kontraktens balance og endelig, at det er en eksogen begivenhed, som kan karakteriseres uundgåelig og uden for den bebyrdede parts kontrolsfære.”*²⁴³

Der kan argumenteres for, at det er økonomisk rationelt at anvende en inkomplet kontrakt ex ante, med proaktive klausuler, der forpligter parterne til at genforhandle efterfølgende bebyrdende omstændigheder.

For at vurdere hvordan parterne skal anvende transaktionsomkostninger, er det relevant at vurdere hvorvidt køber i en virksomhedsoverdragelse vil have et økonomisk incitament til at genforhandle overdragelsesaftalen, såfremt der indtræder en efterfølgende omstændighed.²⁴⁴

Det vil oftest være sælger som er den økonomiske bebyrdede part af en efterfølgende upåregnelig begivenhed, hvorfor det antages, at sælger vil have den største interesse i at afdække den eventuelle økonomiske risiko ved indførslen af en hardship-klausul i kontrakten.²⁴⁵

Parternes valg af overdragelsesstrategi er afgørende.

²⁴¹ Østergaard, K. (2016), s. 438.

²⁴² Ibid.

²⁴³ Ibid, s. 444.

²⁴⁴ Ibid, s. 442.

²⁴⁵ Ibid, s. 442.

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil køber på baggrund af ovenstående antagelse, ikke have et økonomisk incitament til at påtage sig risikoen der er ved genforhandling, såfremt sælger rammes af en efterfølgende omstændighed. Dette vil oftest være en risiko den forhandlingsstærke køber har allokeret til sælger i udformningen af overdragelsesaftalen.

Såfremt genforhandling via en hardship-klausul skal indføres i overdragelsesaftalen, skal køber kompenseres økonomisk i form af en reduktion i købesummen for at påtage sig denne risiko.²⁴⁶

Hardship-klausulens relevans vil ved en konventionel virksomhedsoverdragelse vurderes at være minimal, da den stærke part ikke har incitament til at indføre en hardship-klausul.

Omvendt vil det ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, hvor parterne egen-optimerer ved at fælles-optimere, være relevant at indføre en hardship-klausul. Som nævnt vil sælgers vidensdeling, samarbejde og kommunikation, være afgørende for købers succes. Derfor vil parterne med fordel kunne indføre en hardship-klausul og udskyde anvendelsen af transaktionsomkostninger til der indtræder en eventuel efterfølgende omstændighed. Indtræder omstændigheden vil parterne i fællesskab kunne minimere omkostningerne som opstår på baggrund af det bebyrdende forhold og fordele omkostninger derefter.²⁴⁷

Købers har et ønske om, at overdragelsen samt samarbejdet med sælger består, da køber er afhængig af sælgers performance for at skabe profit.²⁴⁸

De omkostninger vil kunne spares ved udformningen af overdragelsesaftalen, hvor parterne kan vælge at acceptere en inkomplet kontrakt, på baggrund af den eksplicit indførte samarbejdsforpligtelse, om at underrette, samarbejde, forhandle, samt tilpasse overdragelsesaftalen således, at samlede omkostninger minimeres.

Rationalet bag anvendelsen af hardship-klausulen er af proaktiv karakter som følge af, at den antages at være økonomisk efficient. Parterne vil ved anvendelse af en hardship-klausul anvende transaktionsomkostninger når et bebyrdende forhold opstår, fremfor at forsøge at forudse alle efterfølgende begivenheder. Tankegodset bag strategisk kontrahering fastlægger, at økonomiske overvejelser kan anvendes til at kvalificere indholdet i kontrakten²⁴⁹, hvilket understøtter ovenstående.

²⁴⁶ Ibid.

²⁴⁷ Ibid, s. 436.

²⁴⁸ Betragtningen stammer fra strategisk kontrahering, hvorefter parterne egen optimerer ved at fælles-optimere.

²⁴⁹ Østergaard, K. (2016), s. 436.

Sælger vil grundet loyalitetsforpligtelsen være forpligtet til at opfylde overdragelsesaftalen, selvom denne er blevet markant bebyrdet af en efterfølgende omstændighed. Det er sandsynligvis ikke økonomisk efficient, da køber som den ikke-bebyrdede part ofte vil kunne bidrage markant til, at den efterfølgende omstændighed overkommes på bedst mulig vis. Dette vurderes ud fra tanken om hvorledes parterne kan anvende de fælles komplementære ressourcer der eksisterer mellem dem.²⁵⁰

Såfremt hardship-klausulen udformes efter tankegodset bag strategisk kontrahering, vil overdragelsesaftalens fortsatte samarbejde sikres.

Parterne ville med fordel kunne udforme klausulen således, at den bebyrdede part straks informerer medkontrahenten om en mulig hardship-begivenhed, hvorefter de i fællesskab finder den løsning der medfører færrest omkostninger. De kan med fordel have indført en fast fordelingsnøgle i klausulen, som regulerer hvorledes omkostningerne ved begivenheden fordeles efficient.²⁵¹

9.2.2.2 Gevinstklausul

En gevinstklausul i et kontraktforhold skal som udgangspunkt medvirke til, at gevinstmuligheder, som opstår eller opdages efter koncipering af kontrakten, kan effektueres og realiseres efterfølgende.²⁵² Der er altså tale om en dynamisk efficiens, da kontrakten gennem sin dynamiske karakter, skal kunne profitere af opståede gevinstmuligheder i kontraktens levetid.²⁵³ En gevinstklausul kan som hardship-klausulen anses som værende en proaktiv klausul.²⁵⁴

Gevinstklausulen har også sit udspring i den ny-institutionelle økonomi, hvor den bærende antagelse er, at kontrahenterne er begrænset rationelle.²⁵⁵ Anvendelsen af en sådan klausul ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, er en erkendelse af kontrahenterne om, at de er begrænset rationelle. Erkendes den begrænsede rationalitet ikke, vil parterne sandsynligvis bruge ikke ubetydelige mængder af transaktionsomkostninger i forsøget på at koncipere en komplet kontrakt. Anvendelsen af en gevinstklausul er af strategisk karakter, da dens fokus ligger på at sikre kontraktens videre eksistens på trods af uventede omstændigheder.

²⁵⁰ Ibid, s. 446.

²⁵¹ Ibid, s. 447.

²⁵² Ibid, s. 438.

²⁵³ Ibid, s. 448.

²⁵⁴ Ibid

²⁵⁵ ibid

Som defineret i ovenstående, vil parter ved en strategisk virksomhedsoverdragelse ønske, at forholdet og overdragelsen består.

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse antages det, at gevinstmuligheder oftest kun blive realiserede såfremt køber identificerer dem. Det skyldes, at sælger ved en konventionel virksomhedsoverdragelse ikke har incitament til at oplyse køber om eventuelle gevinstmuligheder, da al økonomisk værdiskabelse efter overdragelsen, vil tilfalde køber.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil parterne med fordel kunne inddrage gevinstklausulen, da den vil sikre incitamentsforenelighed. Sælger vil da have incitament til at oplyse om nye gevinstmuligheder, samt yde den indsats der skal til for, at den realiseres.

Udformningen af gevinstklausulen skal tilpasses til den enkelte kontrakttype.

Overordnet skal klausulen pålægge parterne en forpligtelse til at informere den anden part om eventuelle muligheder i aftalen, som opstår løbende i kontrakten, og som kan skabe en økonomisk mulighed.²⁵⁶

Ud fra et strategisk synspunkt, er dette en af mange måder at opnå relationsrente mellem parterne, grundet deres fælles komplementære ressourcer til at skabe den ønskede merværdi. Parterne vil parterne med fordel kunne indføre en fordelingsnøgle, som fordeler den økonomiske merværdi der skabes.²⁵⁷

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil parterne med fordel kunne anvende en sådan klausul til at sikre sælgers incitament til at genforhandle og/eller opdatere overdragelsesaftalen således, at gevinstmuligheder realiseres, hvilket er et af formålene ved en strategisk virksomhedsoverdragelse.

9.2.3 Kommunikationsomkostninger

Kommunikationsomkostninger anses yderst relevant for afhandlingen, da den strategiske virksomhedsoverdragelse kun opnår succes, såfremt der kommunikeres, videndeles og samarbejdes mellem køber og sælger.

²⁵⁶ Ibid

²⁵⁷ Ibid, s. 449.

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil parterne ikke anvende transaktionsomkostninger på kommunikation. Kommunikationsomkostninger i en konventionel virksomhedsoverdragelse vil være unødvendige, da overdragelsesaftalen oftest er konciperet således, at parternes forpligtelser allerede er fastlagt. Der vil som bekendt blive anvendt transaktionsomkostninger på kontrol i stedet.

I en strategisk virksomhedsoverdragelse vil parterne med fordel kunne anvende kommunikationsomkostninger. Kontrakten bør bevidst være udformet inkomplet, hvorfor parterne løbende anvender transaktionsomkostninger på opsamling, ændringer, tilpasninger og lignende. Forholdende parterne løbende skal kommunikere omkring, er lig de forhold som virksomhedslederne i IACCM's undersøgelse mener skaber værdi i en kontraktrelation.

9.2.4 Delkonklusion på ex post transaktionsomkostninger

9.2.4.1 Kontrolomkostninger

Mængden af kontrolomkostninger afhænger af hvilken form for overdragelse der anvendes.

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil den stærke forhandlingspart, bruge transaktionsomkostninger på at sikre, at modparten opfylder kontrakten korrekt og såfremt det ikke er tilfældet, vil der anvendes omkostninger på domstolsprøvelse.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse vurderes det, at der skal anvendes færre transaktionsomkostninger, da der via kontakt- og søgeomkostninger er udvalgt en målvirksomhed med hvem man besidder et strategisk fit, hvilket bør sænke anvendelsen af transaktionsomkostninger på domstolsprøvelse. Parterne vil forsøge at løse eventuelle stridigheder ved mægling eller mediation.

9.2.4.2 Kontraktjusteringsomkostninger

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil parterne i forvejen have brugt en stor mængde transaktionsomkostninger på at udforme den reaktive lange kontrakt, hvilket taler imod indførslen af en hardship-klausul, da køber ikke har incitament til dette.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, konkluderes det, at parterne med fordel kan erkende deres begrænsede rationelle og indføre proaktive bestemmelser i kontrakten, såsom en hardship-klausul.

En gevinstklausul i overdragelsesaftalen, vil ved en konventionel virksomhedsoverdragelse være vanskelig at indføre, da køber vil have krav på al profit efter virksomhedens overdragelse. Det vil oftest være sælger, der opdager gevinstmuligheden grundet kendskabet til målvirksomheden. Sælger vil på grund af den manglende gevinstklausul ikke have incitament til at yde en ekstra indsats og meddele køber herom. Den manglende gevinstklausul kan medføre, at økonomiske muligheder ikke realiseres.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil gevinstklausulen have sin klare berettigelse, da der ofte vil opstå synergieffekter, såfremt der samarbejdes og videndeles. Sælger vil via en gevinstklausul, modtage økonomisk gevinst såfremt en uforudset gevinstmulighed opstår og realiseres ved dennes medvirken.

Det vil skabe incitamentsforenelighed mellem parterne, hvilket antages at være vitalt for succes af en strategisk virksomhedsoverdragelse og skabelsen af merværdi.

9.2.4.3 Kommunikationsomkostninger

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil parterne oftest ikke have fokus på denne del. Rettigheder, forpligtelser og misligholdelsesbeføjelser vil være reguleret i overdragelsesaftalen, hvilket bør sikre sælgers adfærd. Eventuelle brud på overdragelsesaftalen, vil kunne medføre, at køber foretager retlige skridt mod sælger.

I en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil kommunikation, underretning og vidensdeling ske løbende og være et afgørende element for skabelsen af merværdi. Der bør derfor anvendes omkostninger på denne proces.

9.3 Garantiforsikringen som det syvende K

Køber og sælger kan vælge at inddrage en W&I forsikring i deres virksomhedsoverdragelse. Fordele og ulemper ved forsikringen, samt hvorledes den kan anvendes som bindeled mellem parterne og derved være relationsfremmende, er analyseret i kapitel 8.

Afhandlingen vil forsøge at rubricere garantiforsikringen som et syvende K.

I indeværende kapitel, vil det vurderes om W&I forsikringen kan anses som en transaktionsomkostning og hvorvidt man kan se den som en relationsspecifik investering mellem parterne. En relationsspecifik investering, er en investering der foretages i kontraktforholdet. Dens alternative

anvendelse vil skabe en lavere værdi, sammenholdt med den værdi den skaber i overdragelsesaftalen.²⁵⁸ Incitamentet hos kontraktparter til at bruge transaktionsomkostninger på en relationsspecifik investering afhænger af kontraktforholdets længde.²⁵⁹

Når den relationsspecifikke investerings værdiskabende effekt skal vurderes, er det afgørende om der foretages en konventionel eller strategisk virksomhedsoverdragelse.

En konventionel virksomhedsoverdragelse anses for at være en kompleks transaktion, hvor målvirksomheden og dertilhørende rettigheder samt forpligtelser overdrages. Det antages altså ikke at være et længerevarende kontraktforhold, hvilket taler imod anvendelsen af transaktionsomkostninger på en W&I forsikring.

Som nævnt tidligere, vil parterne ved en konventionel virksomhedsoverdragelse allokere risiko alt efter forhandlingsstyrke. Dette vil foregå ved kontraktforhandling samt udfærdigelse. Hvis det antages, at køber er den forhandlingsstærke part, vil denne allokere risiko over på sælger og derved mulighed for at kræve erstatning ved garantibrud. Et af formålene med W&I forsikringen, er at vælte risikoen over på forsikringsselskabet.

Køber er som nævnt i kapitel 8 indifferent i forhold til om økonomisk kompensation ved garantibrud udbetales af sælger eller et forsikringsselskab. Derfor ville dette blot være en ekstra transaktionsomkostning, som kunne være sparet.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil man kunne anskue det anderledes. En strategisk virksomhedsoverdragelse ville kunne anses som værende et længerevarende kontraktforhold grundet sælgers fortsatte involvering ex post closing. Jo længere kontraktforhold, jo større incitament til at anvende transaktionsomkostninger på relationsspecifikke investeringer.²⁶⁰

Det er ovenfor vurderet, at W&I forsikringen kan fungere som bindeled mellem parterne, da de undgår at håndtere eventuelle garantibrud, som følge af risikoen er væltet over på forsikringsselskabet. Et garantibrud, antages at have en negativ effekt på samarbejdet, såfremt der ikke er tegnet en forsikring. Dette er ikke optimalt da samarbejdet mellem parterne, er afgørende for den værdi der kan skabes.

²⁵⁸ Østergaard, K. (2014), s. 17

²⁵⁹ Dyer, J.H. og Singh, H. (1998), s. 664

²⁶⁰ Ibid.

W&I forsikringen kan anses som en proaktiv klausul der med fordel kan inddrages i overdragelse-saftalen, da den aktivt kan foregribe fremtidige udfordringer ved et garantibrud og sikre forretnings-mæssig succes. Den proaktive klausul forsøger som bekendt aktivt at fremme det ønskelige, løse juridiske tvister for derigennem at opnå forretningsmæssig succes.²⁶¹

Anvendelse af transaktionsomkostninger på W&I forsikringen vurderes at være særdeles relevant og fordelagtig.

9.4 Kontraktvisualiseringer - et alternativt bidrag til kontraktudfærdigelsen

Inspirationen til at inddrage en alternativ form for kontraktudfærdigelse stammer fra Rambøll, der i deres Contract & Commercial management afdeling anvender kontraktvisualiseringer ved rådgivning og udformning af deres klienters komplicerede kontrakter. Rambølls primære klienter, er virksomheder i energi- og byggebranchen. Kontraktvisualiseringerne medvirker, at de involverede kontraktparter og deres ansatte forstår hinanden samt deres opgaver bedre. Den bedre forståelse af kontrakten medfører, at kontrakten kan anvendes som et aktivt styringselement mellem kontraktparterne.

I virksomhedsoverdragelsessammenhæng kan anvendelsen af kontraktvisualiseringer fremme parternes forståelse af virksomhedsoverdragelsen og medvirke positivt til parternes opnåelse af det fælles fastlagte mål. De avancerede kontrakter der indgås i energi- og byggebranchen, indeholder en samarbejdsforpligtelse, hvorfor de kan sammenlignes med indholdet og mekanismerne der ønskes i en strategisk virksomhedsoverdragelse.

Vi har spurgt Rasmus Tønnies om følgende:

"Hvad mener du at kontraktvisualiseringer kan bringe af værdi til en kontrakt der indeholder en samarbejdsforpligtelse?"

Hertil svarede Rasmus:

"Kontraktvisualiseringer bringer stor værdi ved at gøre kontrakten tilgængelig for brugerne.

IACCM-studier har tidligere vist at 72 % af de adspurgte mener, at kontrakter indeholder vigtig information der er direkte relevant for deres arbejde, samtidig med at kun 12 % mener at kontrakter

²⁶¹ Østergaard, K. (2014), s. 9

generelt er (let)forståelige. Kontrakter skal være et økonomisk og operationelt værktøj der anvendes som en fælles håndbog og kommunikationsværktøj, og det bliver de sjældent hvis de er skrevet i et jura-sprog, fra jurister til jurister. Det er således mere reglen end undtagelsen, at kontraktens brugere ikke er særlig komfortable indenfor jura og kontrakter, og derfor er blandt andet visualiseringer af kontraktens bestemmelser en givtig understøttelse i operationaliseringen af aftalen. Generelt er det min erfaring, at den "klassiske jura-kontrakt" anses af forretningen som en udfordrende administrativ byrde, mens en mere visuel kontrakt fremstår mere attraktiv og "sænker paraderne" hos brugeren ift. anvendelsen.

Vi har oplevet enorm god feedback på et par projekter vi har lavet omkring kontraktvisualiseringer, af offentligt tilgængelige kan jeg nævne SKI og Værdibyg. SKI laver rammeaftaler som alle offentlige organisationer kan købe ind på, men eksempelvis en pædagog eller SFO-ansvarlig gider (og kan ikke) læse og orientere sig i en kontrakt på 40 sider med 5 bilag, og i de situationer mister man jo derfor de fordele som SKI har forhandlet sig til og indarbejdet i aftalegrundlaget. Visualiseringer af vigtige elementer (fx bestillingsprocessen, leveringsvilkår, betalingsforpligtelse) kan her være et særdeles værdifuldt supplement, som letter og tilgængeliggør anvendelsen. Det samme scenarie gør sig gældende på mange byggepladser, hvor det at have en proces tegning ved hånden eksempelvis kan sikre, at parterne er compliant med kontraktens ændringsprocedure."

Rasmus beskæftiger sig ikke med virksomhedsoverdragelser, men afhandlingen vurderer, at der kan drages paralleller mellem avancerede byggeprojekter, hvor parterne er afhængige af hinandens præstationer til strategiske virksomhedsoverdragelser, hvor samarbejde, kommunikation og vidensdeling er afgørende for overdragelsens succes. Anvendelse af kontraktvisualiseringer kan sikre, at de involverede parter ved hvordan de skal samarbejde og hvordan de selv bidrager positivt til kontraktens opfyldelse.

Afslutningsvis kan det konkluderes, at kontraktvisualiseringers anvendelse både ved konventionelle og strategiske virksomhedsoverdragelser kan have en positiv effekt. Kontraktvisualiseringer medfører, at parternes forpligtelser fremstår tydeligt således, at misforståelser grundet en lang kontrakt uden visualiseringer, som oftest kun forstås af jurister.

9.5 Anvendelsen af transaktionsomkostninger delkonklusion

Det konkluderes, at der ved en virksomhedsoverdragelse, vil skulle afholdes transaktionsomkostninger uagtet om overdragelsen sker konventionelt eller strategisk.

Relevansen og værdien af de forskellige former for transaktionsomkostninger vil være forskellig alt efter om der foretages en konventionel eller strategisk overdragelse.

En virksomhedsoverdragelse, er af kompleks karakter med utallige forhold der skal tages stilling til. Hvordan aftalen udformes, hvilke vilkår skal reguleres, hvordan de skal reguleres osv.

Ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, vil der oftest anvendes mange transaktionsomkostninger på at forhandle og udfærdige overdragelsesaftalen ex ante, samt på at kontrollere aftalens rigtige opfyldelse ex post.

Det kan være den optimale måde at overdrage en virksomhed på. Det konkluderes, at en konventionel virksomhedsoverdragelse ikke er lig dårlig performance og kan være det rigtige.

Der må dog stilles spørgsmålstegn ved dette. 2 ud af 3 virksomhedsoverdragelser lever ikke op til forventningerne²⁶² og jævnfør virksomhedsledere over hele verden, er de ting der forhandles og konciperes omkring, ikke lig de forhold der vurderes at bringe værdi.²⁶³

De vilkår som der forhandles om og som indføres i kontrakten, er oftest af reaktiv karakter, og er også de vilkår der bliver kontrolleret efter overdragelsen og medfører eventuelle retlige stridigheder mellem parterne.

Ved den konventionelle virksomhedsoverdragelse, anvendes en masse ressourcer på at risikallokere og ansvarsbegrænse.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, anvendes ressourcer på at søge efter den optimale målvirksomhed, med hvem man besidder et strategisk fit, samt på forhandling og udfærdigelse ex ante.

Forhandling- og udfærdigelsesprocessen vil være omkostningslet i forhold til den konventionelle virksomhedsoverdragelse, da overdragelsesaftalen vil udformes omkring forskellige proaktive klausuler. Bestemmelserne regulerer som bekendt samarbejde, kommunikation, fælles

²⁶² Hansen og Lundgren (2014), s. 713

²⁶³ Østergaard, K. (2014), s. 5

målsætninger, ansvarsfordeling, tvistløsning samt håndtering af ændringer ved målvirksomhedens integration i køber.

Derudover vil parterne have erkendt, at de er begrænset rationelle og ikke kan forudse alle efterfølgende omstændigheder. Aftalen vil ex ante kunne udformes således, at disse omstændigheder i stedet håndteres ex post når de opstår.

Det antages, at der grundet de søgeomkostninger der anvendes ex ante, ikke ex post vil skulle anvende store mængder transaktionsomkostninger på at kontrollere, men i stedet på at kommunikere og kontraktjustere.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil løbende kommunikation, underretning og vidensdeling, være afgørende elementer i skabelsen af merværdi. Derfor bør der anvendes kommunikationsomkostninger til at sikre den fremtidige performance.

10. Integration af målvirksomheden

I ovenstående afsnit konkluderes det, at virksomhedsoverdragelser er forbundet med transaktionsomkostninger. Ved konventionelle virksomhedsoverdragelser anvendes der flere transaktionsomkostninger ex ante end ved strategiske virksomhedsoverdragelser. Omvendt bliver der som udgangspunkt anvendt flere transaktionsomkostninger ex post på kommunikation og kontraktjustering ved strategiske virksomhedsoverdragelser.

Den strategiske virksomhedsoverdragelse danner fundament merværdiskabelse.

Realisering af potentialet ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, er afhængig af en succesfuld integration af målvirksomheden.

Undersøgelser har vist, at i op til 2 ud af 3 af alle virksomhedskøb indfries ikke.²⁶⁴

Samme undersøgelse viser, at den primære årsag til den udeblevne succes skyldes manglende integration af målvirksomheden i købers organisation.

Ved salg af en målvirksomhed, vil psykologiske faktorer have indvirkning på integrationens succes. Medarbejdere i målvirksomheden, vil ofte have en forventning om, at overdragelsen vil medføre

²⁶⁴ Hansen og Lundgren (2014), s. 713.

ændringer. Forventningerne til ændringerne skaber en frygt hos målvirksomhedens medarbejdere om deres fremtidige position, hvilket kan påvirke overdragelsen negativt.²⁶⁵

Artiklen "Don't Integrate Your Acquisitions, Partner with Them"²⁶⁶ beskriver hvordan integrationen af en virksomhed sker bedst, når målvirksomhedens medarbejdernes bevarer deres positioner og beslutningskompetence. Køberen af målvirksomheden skal forsøge at fungere som "beacon"²⁶⁷ for målvirksomheden og dens medarbejdere.

I strategiske virksomhedsoverdragelser kan synergieffekter kun realiseres gennem et samarbejde. Dette opnås såfremt målvirksomhedens medarbejdere har incitament hertil. I forlængelse heraf er er vidensdeling mellem parterne i virksomhedsoverdragelsen særdeles afgørende for overdragelsens succes.

Mislykkes ovenstående vil medarbejdere i målvirksomheden der tidligere har ladet tvivlstilfælde komme målvirksomheden til gode nu gøre det modsatte. Det mindsker deres incitament til at bidrage med vidensdeling og samarbejde.²⁶⁸

Afsnit 6.4 viser, at det alene er målvirksomhedens medarbejdere der har evnen til at dele den erfaringsbaserede viden der er indlejret i målvirksomheden. Det er derfor vigtigt, at målvirksomhedens medarbejdere har til incitament til at vidensdele.

En anden grund til, at virksomhedsoverdragelser ikke performer ex post kan være som følge af transaktionsomkostninger sandsynligvis anvendes forkert.

Den konventionelle virksomhedsoverdragelse bygger i stort omfang på risikoallokering, hvilket kræver større mængder af kontraktforhandlings- og kontraktudfærdigelsesomkostninger. Det er derfor en mulighed, at der ikke er tilsidesat ressourcer til at organisere integrationsprocessen,²⁶⁹ hvilket medfører usikkerhed hos målvirksomhedens medarbejdere og ultimativt påvirker deres incitament.

Strategiske virksomhedsoverdragelser bygger bl.a. også på den centrale præmis om, at parterne skal besidde et strategisk fit og komplementære ressourcer, hvilket simplificerer

²⁶⁵ Ibid 714

²⁶⁶ P., Singh, H. & Raman, A. (2009). Don't Integrate Your Acquisitions, Partner with Them, Kale. Harvard Business Review.

²⁶⁷ Oversættes til Ledestjerne

²⁶⁸ Hansen og Lundgren (2014), s. 716.

²⁶⁹ Ibid, s. 732

integrationsprocessen som det også ses i førnævnte artikel.²⁷⁰ Simplificeringen sker som følge af parterne ved én strategisk virksomhedsoverdragelse har en klar plan for hvordan deres koordinerede indsats vil kunne realisere deres fælles mål. Det konkluderes ydermere i afsnit 9.2.3, at parterne i en strategisk virksomhedsoverdragelse med fordel kan anvende kommunikationsomkostninger ex post, hvilket understøtter indeværende afsnit.

Integreres målvirksomheden succesfuldt vil tilsigtede synergieffekter alt andet end lige have en større sandsynlighed for at blive realiseret.

11. Konklusion

Virksomhedsoverdragelser er reguleret af aftaleloven og købeloven. Baggrundsretten fraviges ofte, da denne anses for at være utilstrækkelig til at håndtere kompleksitetsniveauet ved virksomhedsoverdragelser. Det skyldes, at den direkte anvendelse af baggrundsretten medfører forskellige problemstillinger. Et eksempel herpå er, at adgangen til at gøre hævebeføjelsen gældende, synes umulig jævnfør lovgivningen, da målvirksomheden ikke bør kunne leveres tilbage i samme stand og mængde. I praksis bør det kun være erstatningsbeføjelsen der kan gøres gældende. Domstolene forholder sig dog anderledes, da de i flere tilfælde har givet, køber medhold i ophævelsen af købet.

Inkonsistensen mellem den retsvidenskabelige litteratur og retspraksis bevidner, at baggrundsretten er ude af stand til at regulere virksomhedsoverdragelser. Afhandlingen vurderer, at parterne på baggrund af ovenstående oftest anvender aftalefriheden til at fravige baggrundsretten og selv koncipere overdragelsesaftalen. Dette stemmer overens med afhandlingens anbefaling.

Det konkluderes i indeværende afhandling, at der ved virksomhedsoverdragelser foreligger asymmetrisk information mellem køber og sælger. Den asymmetriske information ønsker køberen at minimere, hvilket denne forsøger igennem en due-diligence af målvirksomheden. Sælger har i den forbindelse en pligt til at oplyse loyalt om forhold der har betydning for købers vurdering af målvirksomheden.

²⁷⁰ Harvard Business Review, 2009, Don't Integrate Your Acquisitions, Partner with Them, Kale, P., Singh, H. & Raman, A., s. 13

Sælgers incitament til at dele fortrolige oplysninger med en potentiel køber tidligt i overdragelsesprocessen, antages at være lavt. Dette skyldes sælgers manglende tiltro til lovgivningens beskyttelsesværn mod en opportunistisk ikke-købende køber i den prækontraktuelle fase. I økonomisk henseende vil sælgers manglende incitament til videregivelse af fortrolige informationer grundet manglende beskyttelse medføre en inefficent overdragelse.

Det vil påvirke købers overtagelsestilbud negativt på grund af usikkerhed om målvirksomhedens reelle værdi.

Den asymmetriske information skaber en principal-agent problemstilling, da sælger og køber har modsatrettede interesser. For at forene parternes interesser, kan køber på baggrund af sin viden omkring sælgers begrænsede rationalitet og den deraf afledte imperfekte information, udforme overdragelsesaftalen således, at parternes incitamenter forsøges forenet.

Afhandlingen konkluderer, at køber bør udforme overdragelsesaftalen som en bonuskontrakt, da denne forener sælgers incitamenter med købers. Når parternes incitamenter forenes, skaber det grundlag for skabelsen af merværdi som kun kan opnås gennem parternes samarbejde.

Køber forsøger at udligne den asymmetriske information ved at kræve sælger stiller sikkerhed for forskellige forhold i et garantikatalog.

Køber kan betragte garantikataloget som en sikkerhedsstillelse, da der kan støttes ret på dette.

Dermed kan køber anse garantikatalogets indhold, som korrekte informationer om målvirksomheden, da sælger vil blive erstatningsansvarlig for eventuelle garantibrud.

Garantikatalogets kan forsikres ved tegning af en W&I forsikring.

Afhandlingen konkluderer, at forsikringstegning kan være relationsfremmende, grundet dens evne til at allokere risiko over på forsikringsselskabet og derved fungere som positivt bindeled mellem parterne ved en strategisk virksomhedsoverdragelse.

Det konkluderes samtidigt, at forsikringen må anses som en ekstra transaktionsomkostning, såfremt der foretages en konventionel virksomhedsoverdragelse. Det skyldes, at køber i den situation, vil være indifferent mellem at modtage kompensation for garantibrud fra sælger eller forsikringsselskabet.

Det kan konkluderes, at virksomhedsoverdragelser er forbundet med afholdelsen af transaktionsomkostninger, uagtet overdragelsesstrategien.

Ved konventionelle virksomhedsoverdragelser, anvendes der ikke ubetydelige mængder af transaktionsomkostninger på at forhandle og koncipere en reaktiv overdragelsesaftale ex ante. Denne overdragelsesstrategi er af traditionel og reaktiv karakter, med fokus på risikoallokering, ansvarsbegrænsning, erstatning, pris samt betalingsbetingelser.

Ex post anvendes der ved en konventionel virksomhedsoverdragelse transaktionsomkostninger på domstolsprøvelse af eventuelle stridigheder.

Afhandlingen konkluderer, at parterne fra start til slut anvender transaktionsomkostninger på at fastlægge hvem der bærer risikoen når et eller flere forhold ikke består, samt på eventuel domstolsprøvelse herom.

Det konkluderes, at en konventionel virksomhedsoverdragelse kan være den korrekte overdragelsesstrategi, som kan indfri købers forventninger, hvorfor en konventionel virksomhedsoverdragelse ikke er lig dårlig performance.

Afhandlingen stiller sig dog kritisk/uforstående overfor den konventionelle virksomhedsoverdragelse, da 2 ud af 3 virksomhedsoverdragelser ikke indfrier forventningerne.

IACCM's undersøgelser understøtter afhandlingens holdning til den konventionelle virksomhedsoverdragelse, da hyppigst forhandlede forhold ikke vurderes at være værdiskabende i kontraktrelationen.

På denne baggrund konkluderer afhandlingen, at der er behov for et paradigmeskifte.

Afhandlingen har på baggrund af principperne bag strategisk kontrahering skabt den strategiske virksomhedsoverdragelse, hvorefter fokus bliver rettet mod samarbejde og indførslen af proaktive klausuler i aftalegrundlaget.

Den strategiske virksomhedsoverdragelse forsøger at optimere anvendelsen af transaktionsomkostninger og kvalificere indholdet af overdragelsesaftalen.

Den strategiske virksomhedsoverdragelsesproces starter med købers søgen efter den optimale målvirksomhed, med hvem man har komplementære ressourcer og et strategisk fit. Køber afholder i den forbindelse større mængder af søgeomkostninger, men minimerer muligheden for et strategisk misfit.

Derudover anvendes der færre transaktionsomkostninger på forhandling og koncipering af overdragelsesaftalen. Den bør indeholde proaktive klausuler, der har fokus på samarbejde, kommunikation, fælles målsætninger, tvistløsning samt håndtering af uforudsete problemstillinger.

Parternes incitamenter vil i en strategisk virksomhedsoverdragelse være forenede, da parterne egen-optimere ved at fælles-optimere. På trods af, at parterne indgår i en strategisk virksomheds-overdragelse, hvor skabelsen af merværdi kun kan ske på baggrund af realiserede synergieffekter, vil uforudsete problemstillinger kunne bevirke uenighed mellem begrænset rationelle parter, som potentielt vil kunne medføre opportunistisk adfærd.

Denne problemstilling kunne være et garantibrud, der som bekendt er relationshæmmende. Løsningen herpå er tegning af en W&I forsikring, som placerer risikoen på tredjepart og agerer bindeled mellem parterne. W&I forsikringen hindrer opportunistisk adfærd ved garantibrud og sikrer samarbejdets beståen, hvilket er altafgørende ved en strategisk virksomhedsoverdragelse. W&I forsikringen kan anses som en proaktiv klausul, i og med den aktivt forsøger at forgribe det ønskelige og løse juridiske tvister for at opnå forretningsmæssig succes.

Parterne vil ex ante have erkendt deres begrænsede rationalitet, hvorfor overdragelsesaftalen vil være udformet således, at efterfølgende forhold håndteres ex post når de indtræder.

Afhandlingen konkluderer, at ovenstående konklusion optimerer anvendelsen af transaktionsomkostninger således, at der er ressourcer ex post til at kommunikere og kontraktjustere.

Ved en strategisk virksomhedsoverdragelse, vil løbende kommunikation, underretning og vidensdeling, være afgørende elementer i skabelsen af merværdi. Derfor bør der anvendes kommunikationsomkostninger til at sikre fremtidig performance. Anvendelsen af kommunikation- og kontraktjusteringsomkostninger konkluderes at være efficiente, målt op imod omkostninger til domstolsprøvelse, hvorfor den strategiske virksomhedsoverdragelse optimerer anvendelsen af transaktionsomkostninger ex ante såvel som ex post.

Uagtet overdragelsesstrategi, er integrationen af målvirksomheden i købers organisation afgørende for overdragelsens succes. Ved den strategiske virksomhedsoverdragelse forpligter sælger sig til at vidensdele og samarbejde, men overdragelsen skaber usikkerhed for målvirksomheden ansatte. Det konkluderes, at målvirksomhedens ansatte oftest er virksomhedens DNA.

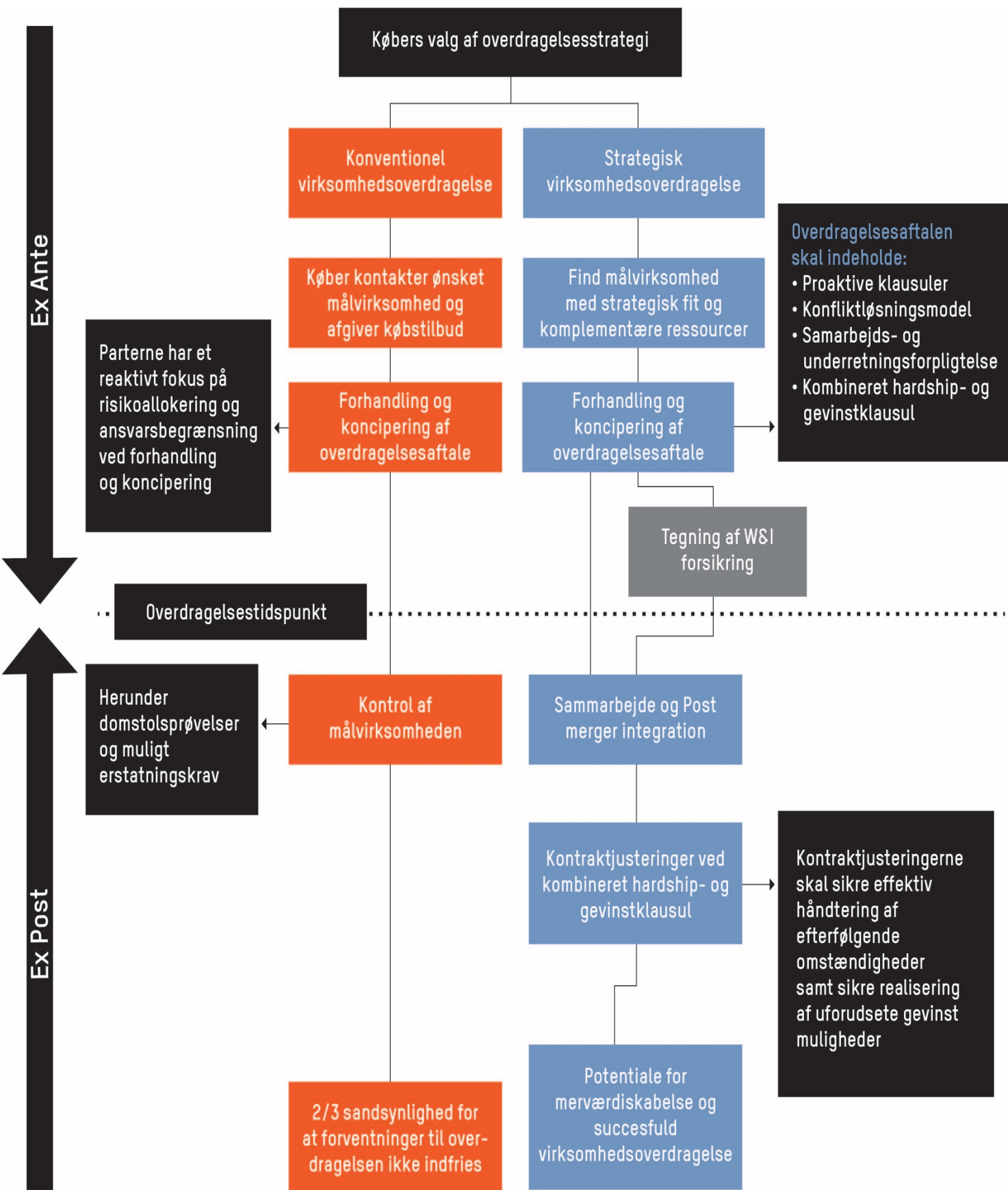
De er i besiddelse af den erfaringsbaserede viden, som skal videregives til køber, såfremt synergieffekter af købet skal realiseres.

Det er derfor nødvendigt at sikre målvirksomhedens medarbejdere har incitament til at vidensdele, hvilket de har såfremt de beholder deres position og beslutningskompetence.

Det konkluderes yderligere at post-merger integrationen ikke får den fornødne opmærksomhed ved en konventionel virksomhedsoverdragelse, hvilket kan skyldes mængden af transaktionsomkostninger der anvendes ex ante på at forhandle og koncipere en reaktiv kontrakt.

På baggrund af afhandlingens konklusion er der udformet en erhvervsjuridisk model, som har til formål at optimere den overdragelsesaftale der indgås ved køb og salg af virksomheder.

Modellen illustreres på næste side. Den illustrerer købers fremgangsmåde alt efter valgt overdragelsesstrategi. Processen starter ex ante med købers udvælgelse af målvirksomheden og forsætter hele vejen igennem overdragelsen. Den slutter af med de afledte effekter af overdragelsesstrategien.



Figur 4 - Erhvervsjuridisk model til valg af strategi ved virksomhedsoverdragelser

Litteraturliste

Internet artikler

Jørgensen E.B og Nielsen J.W. Køb og salg af virksomhed (Afsnit 7.1). Børsen Ledelse.

Link: https://ledelse.borsen.dk/article/view/959/koeb_af_virksomhed/artikel/koeb_af_virksomhed.html?fbclid=IwAR2lteUAztnLh41l3jja6t73qEyoavVTEn75KK409TMLaLKbaWG9ov3liGA (Sidst besøgt d 7/5/2019)

Kempler, B. (2015). W&I Forsikringer: Afdæk risici ved virksomhedssalg.

Link: <https://www.kromannreumert.com/Insights/2015/Wogl-forsikringer-Afdaek-risici-ved-virksomhedssalg> (sidst besøgt 8/5/2019)

Elstrup, M. (2019). Kapitalfond får 373 mio. kr. efter jysk opkøbsfades: "Sagen er ikke slut for os".

Link: <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/379300/kapitalfond-faar-373-mio-kr-efter-jysk-opkoeb-fades-sagen-er-ikke-slut-for-os.html> (sidst besøgt d. 8/5/19)

JLT (2017), Global M&A insurance index 2017.

Downloadet på følgende link: <https://www.jlt.com/insurance-risk/merger-and-acquisition-insurance/insights/global-mergers-and-acquisitions-insurance-index-2017>

Bech Bruun Slides fra Selskabsdag 2016. Oplæg om M&A forsikringer v/ partner Niels Kornerup.

Slides kan downloades på følgende link: <https://www.bechbruun.com/da/videncenter/training%20material/2016%20-%20selskabsdagen%202016>

Artikler

Østergaard, K. (2003): Metode på cand.merc.jur. studiet. København: Jurist- og Økonomiforbundets Forlag

Bregm, K. (2013): Principal-agent teori – med særligt henblik på lønsystemer. Roskilde Universitet, Institut for Samfundsvidenskab og Erhvervsøkonomi

Rabin, M. (1998): Psychology and Economics. Journal of Economic Literature, 1 March 1998, Vol.36(1), pp.11-46

Fehr, E. og Schmidt, K.M (2004). Fairness and Incentives in a Multi-task Principal–Agent Model. University of Munich: Department of Economics. Munich Discussion Paper No. 2004-8

Tvarnø, C. et al (2013). Vækst og værdiskabelse via nye innovationssamarbejder og partnerskaber. Frederiksberg: Law Department CBS

Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2017). Nærmest til at bære risikoen i kontraktretten – En overset obligationsretlig grundsætning. Juristen, nr. 2 2017, side 35-43.

Østergaard, K. (2016). Strategisk kontrahering - Efterfølgende omstændigheder. Syddansk Universitet, Juridisk Institut

Dyer, J.H. og Singh, H. (1998). The relational view: Cooperative strategy and sources of interorganizational competitive advantage. Academy of Management Review, 23(4), side 660-679.

Kale, P., Singh, H. & Raman, A. (2009). Don't Integrate Your Acquisitions, Partner with Them. Harvard Business Review.

Østergaard, K. (2014). Relevansen af interdisciplinær forskning og empiri i samfundsvidenskaben. Retfærd, 37(3/149), side 3-24.

Stiglitz, J. (2001). Information and the Change in the Paradigm in Economics. Columbia Business School, side 488-490

Østergaard, K. og Madsen, C.F. (2019). Loyalitetsgrundsætningen i dansk ret – Indhold og retsvirkninger ved tilsidesættelse. CBS Law Department

Willis. (2003). M&A forsikringer: Et værktøj til hurtigere, smidigere og mere omkostningseffektive transaktioner. Side 1-6.

Eisenhardt, K. M. (1989) Agency Theory: An Assessment and Review. (Academy of Management Review, 14)

Workingpaper

Tvarnø, C. D. og Østergaard, K. (2018). Relationelle aftaler i et markedsperspektiv. Frederiksberg: Law Department CBS

Bøger

Hansen, J.E. og Lundgren C (2014). Køb og Salg af Virksomheder (5. udgave). København: Nyt Juridisk Forlag.

Dahl, B. (2017). Erhvervsjura (14. udgave, 1. oplag). København: Handelshøjskolens Forlag.

Tvarnø, C.D. og Nielsen, R. (2014). Retskilder og Retsteorier (4. udgave, 1. oplag). København: Jurist- og Økonomforbundet Forlag.

Eide, E. & Stavang, E. (2014): Rettsøkonomi. (6. udgave). Oslo: Zoot.

Andersen, M.B og Lookofsky, J. (2015). Lærebog i Obligationsret 1 – Ydelsen Beføjelser (4. Udgave, 2. oplag 2016). København: Karnov Group Denmark A/S.

Andersen, L.L og Madsen, M.B (2012). Aftaler og mellemænd (6. Udgave, 1. oplag). København: Karnov Group Denmark A/S.

Knudsen, C. (1997). Økonomisk metodologi – Bind 2 (2. Udgave, 1. oplag). København: Jurist- og Økonomforbundet.

Pitelis, Christos (2002). The growth of the firm: The legacy of Edith Penrose. Oxford: Oxford University Press.

Dutta, Prajit K. (1999). Strategies and Games: Theory and Practice. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

Petersen, B. og Østergaard, K. (2018). Kompendium: Strategisk Kontrahering i et internationalt markedsperspektiv. København: Copenhagen Business School.

Love

Lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område, jf. lovbekendtgørelse nr. 781 af 26. august 1996, med de ændringer, der følger af § 2 i lov nr. 1376 af 28. december 2011 og § 15 i lov nr. 1565 af 15. december 2015. (Tjekket at det er den nyeste lovbekendtgørelse d. 9/5/19)

Lov om køb, jf. lovbekendtgørelse nr. 237 af 28. marts 2003, med de ændringer, der følger af § 1 i lov nr. 523 af 6. juni 2007, § 7 i lov nr. 718 af 25. juni 2010 og § 1 i lov nr. 1460 af 17. december 2013. (Tjekket at det er den nyeste lovbekendtgørelse d. 9/5/19)

Lov om forsikringsaftaler, jf. lovbekendtgørelse nr. 999 af 5. oktober 2006, med de ændringer, der følger af § 5 i lov nr. 539 af 8. juni 2006, § 1 i lov nr. 516 af 6. juni 2007, § 2 i lov nr. 523 af 6. juni 2007, § 8 i lov nr. 718 af 25. juni 2010, § 3 i lov nr. 1244 af 18. december 2012 og § 8 i lov nr. 737 af 25. juni 2014. (Tjekket at det er den nyeste lovbekendtgørelse d. 9/5/19)

Lov nr. 309 af 25. april 2018 om forretningshemmeligheder. (Tjekket at det er den nyeste lovbekendtgørelse d. 9/5/19)

Lov nr. 426 af 03. maj. 2017 om markedsføring.

Domsliste

HRT 1948.75

U.1994.698/2 - Leasingsselskab, der havde forestået salget af en konkurstruet virksomhed, anset for aftalepart, men køberne kunne under de konkrete omstændigheder ikke gøre krav gældende.

U.1996.928 H - Erstatning til købere af virksomhed for tab på grund af sælgers svigagtige forhold.

U.2001.1293 H - Sælger af bådudlejningsvirksomhed havde ikke tilsidesat sin oplysningspligt ved at undlade at omtale en rapport vedrørende branchens almindelige forhold.

U.2004.1784 H - Køber var berettiget til at ophæve aftale om køb af virksomhed.

U.2005.761 SH - Investeringsaftale ikke ugyldig på grund af svig eller uvirksom på grund af svigtende forudsætninger.

U.2007.3027 H - Erstatning til samarbejdspartner af negativ kontraktinteresse, men ikke positiv opfyldelsesinteresse, ved opgivelse af udviklingsprojekt uden forudgående underretning om vanskeligheder ved udviklingsarbejdet

U.2007.1918 H - Ophævelse af eneforhandleraftale berettiget.

U.2009.1598 H - Køber af virksomhed havde krav på erstatning pga. udgiftskrævende arbejdsmiljøproblemer i den købte virksomhed.

U.2010.332 Ø - Aftale om levering og montering af rullegitre var aftale om en tjenesteydelse.

U.2011.47 Ø - Ophævelse af køb af cafévirksomhed berettiget, idet sælger ikke havde oplyst om omsætningsnedgang på ca. 70 pct.

U.2018.2879 Ø - Sælger pålagt erstatning for tilsidesættelse af sin loyale oplysningspligt i forbindelse med betinget købsaftale vedrørende Flakfortet.

Bilag

Bilag 1 – Mailkorrespondance med Rasmus Tønnies, Head of Contract & Commercial Management I Rambøll

From: William Frederik Enkebølle <wien13ab@student.cbs.dk>

Date: 12 March 2019 at 15.40.17 CET

To: "rast@ramboll.com" <rast@ramboll.com>

Cc: Frederik Jensen <frje17ai@student.cbs.dk>

Subject: Speciale - inddragelse af kontraktvisualiseringer i CBS speciale

Hej Rasmus,

Vi skriver til dig på baggrund af vores fælles interesse i contract management.

Vi er to studerende fra CBS som har været til flere af jeres gå hjem møder ude i Ørestaden, samt deltaget i en mini-konference afholdt af Henrik Lando på CBS i efteråret.

Vi skriver speciale om kontraktstyring og har fokus på hvordan man med en proaktiv tilgang til udformningen af kontrakten kan skabe værdi.

Vi kunne i den forbindelse godt tænke os at stille dig et par spørgsmål, med henblik på at anvende dine svar som ekspertudtalelser på området i vores afhandling.

Nu har vi deltaget i flere arrangementer hos jer og har derfor en ide om hvilken værdi optimal kontraktstyring bringer til en relation. Vi kunne dog godt hvis du har tid og lyst bruge dine udtalelser på følgende spørgsmål:

1. Hvad mener du at kontraktvisualiseringer kan bringe af værdi til en kontrakt der indeholder en samarbejdsforpligtelse?
2. Hvilke fordele bringer det kontraktparterne, at kontrakten anvendes som et bindeled/et referencepunkt og dermed som et positivt styringselement, fremfor at kontrakten forbliver liggende i skuffen uden at nogen rigtigt forstår den og anvender den før tingene går galt?

Mvh Frederik og William

Hej William

Beklager ventetiden.

Her er et hurtigt svar, håber det kan bruges.

1. Hvad mener du at kontraktvisualiseringer kan bringe af værdi til en kontrakt der indeholder en samarbejdsforpligtelse?

Kontraktvisualiseringer bringer stor værdi ved, at gøre kontrakten tilgængelig for brugerne. IACCM studier har tidligere vist at 72 % af de adspurgte mener, at kontrakter indeholder vigtig information der er direkte relevant for deres arbejde, samtidig med at kun 12 % mener at kontrakter generelt er (let)forståelige. Kontrakter skal være et økonomisk og operationelt værktøj der anvendes som en fælles håndbog og

kommunikationsværktøj, og det bliver de sjældent hvis de er skrevet i et jura-sprog, fra jurister til jurister. Det er således mere reglen end undtagelsen, at kontraktens brugere ikke er særlig komfortable indenfor jura og kontrakter, og derfor er blandt andet visualiseringer af kontraktens bestemmelser en givtig understøttelse i operationaliseringen af aftalen. Generelt er det min erfaring, at den "klassiske jura-kontrakt" anses af forretningen som en udfordrende administrativ byrde, mens en mere visuel kontrakt fremstår mere attraktiv og "sænker paraderne" hos brugeren ift. anvendelsen.

Vi har oplevet enorm god feedback på et par projekter vi har lavet omkring kontraktvisualiseringer, af offentligt tilgængelige kan jeg nævne SKI og Værdibyg. SKI laver rammeaftaler som alle offentlige organisationer kan købe ind på, men eksempelvis en pædagog eller SFO-ansvarlig gider (og kan ikke) læse og orientere sig i en kontrakt på 40 sider med 5 bilag, og i de situationer mister man jo derfor de fordele som SKI har forhandlet sig til og indarbejdet i aftalegrundlaget. Visualiseringer af vigtige elementer (fx bestillingsprocessen, leveringsvilkår, betalingsforpligtelse) kan her være et særdeles værdifuldt supplement, som letter og tilgængeliggør anvendelsen. Det samme scenarie gør sig gældende på mange byggepladser, hvor det at have en proces tegning ved hånden eksempelvis kan sikre, at parterne er compliant med kontraktens ændringsprocedure.

2. Hvilke fordele bringer det kontraktparterne, at kontrakten anvendes som et bindeled/et referencepunkt og dermed som et positivt styringselement, fremfor at kontrakten forbliver liggende i skuffen uden at nogen rigtigt forstår den og anvender den før tingene går galt?

Rent finansielt er der undersøgelser som viser, at god contract & commercial management på tværs af kontraktens livscyklus, giver en værdiforøgelse i samhandelsforholdet på 9,2 %. I selve kontraktstyringen (post-signatur) kommer værdiforøgelsen blandt andet til udtryk gennem et bedre samarbejde, der bygger på tydeligere forventninger og aftaler samt mere strømlinede processer, og som betyder at antallet af konflikter dokumenterbart minimeres mens succesraten omvendt går op. Kontrakten har jo netop til formål at bringe konsensus ind i samarbejdet, så spillereglerne er kendte. Det er jo heller ikke særligt hensigtsmæssigt, hvis man møder op med en tennisketcher til en fodboldkamp...

Der findes mange mange beskrivelser af fordelene ved at tage udgangspunkt i kontrakterne i samarbejdet.

Bh Rasmus

[Bilag 2 – Mailkorrespondance med Alexander Kjelland, underviser i Finansieringsret på CBS og ansat i Vækstfonden som Legal Director.](#)

Hej Alexander,

Frederik og jeg var to af dine studerende nu her i faget finansieringsret.

Først og fremmest tak for et fedt forløb. Befriende med en nytænkende tilgang til hvordan man "underviser" og inddrager de studerende i lektionerne.

Som jeg kort nævnte efter min eksamination, har Frederik og jeg et spørgsmål til dig.

Vi skal skrive om optimering af kontrakter i forbindelse med køb og salg af virksomheder, og muligvis W&I forsikringer.

Vi har i den forbindelse været inde hos Riskpoint, hvor en af de mulige problemstillinger lyder på hvorledes ansvaret fordeles i tilfælde af fraud ved en kompleks holding struktur hos sælger.

Hvordan sikrer man at der hos sælger, som kan være et SPV oprettet til denne handel, der stiller garantier for target, efterfølgende kan stilles til ansvar i forbindelse med svigagtige handlinger? Udgangspunktet vil være SPV'et bliver stillet

ansvarligt, mens spørgsmålet er hvorvidt det er muligt at gøre kapitalejerne i SPV'et ansvarlige, og eventuelle kapital-ejere længere oppe i en holding struktur? Tanken er således hvorvidt der kan spekuleres i at afgive garantier som man ikke kan stilles til ansvar for i sidste ende.

MVH Frederik og William

Hej William

Godt i syntes og faget. Håber I vil anbefale det til jeres yngre medstuderende.

W&I-forsikringer er super relevant og vil være et genialt specialeemne. Der er rigeligt med kød på, og den "økonomiske" vinkel er ligetil: retsøkonomi (adverse selection, moral hazard etc.).

Jeg kender en del (cand.merc.jur'er) som har arbejdet mange år hermed, f.eks. [Sune Hallander](#) (Aon, forsikringsmægler) og [Jonas Rasmussen](#) (Liberty, forsikringsselskab) – sig til, hvis I får brug for deres kontakinfo. Se tillige vedhæftede præsentation fra Bech Bruun (2 år gammel) – tag jer ikke af typografien, den er lidt underlig.

Ad jeres spørgsmål: Køber (og dennes advokater) vil aldrig accepterer, at et SPV indestår for garantierne. I givet fald vil det kræve garantistillelse/kaution fra øvrige koncernselskaber, men så kan man ligeså godt rette garantien rette sted. En W&I-forsikring er genial i det tilfælde, hvor sælger (f.eks. en direktør og andre nøglepersoner) skal geninvestere i virksomheden og således fortsat er med ombord på den nye rejse. Med en W&I-forsikring vil en forurettet køber nemmere kunne rette et krav mod forsikringsselskabet (for sælgers brud på garantierne) uden at det "øderlægger den gode stemning", modsat hvad der ville gælde, hvis der ikke var tegnet forsikring (fordi så vil man skulle rejse et krav mod nogle man deler dagligdag med). Det er meget normalt, at sælger bliver bedt om at investerer med på en købers nye rejse, hvorfor W&I forsikring også er blevet normalt.

Jeg holder ferie nu. Ring til mig i det nye år, hvis spørgsmål.

Venlig hilsen / Kind regards

Alexander Kielland

Mobil [+45 50 60 58 70](#)

[Bilag 3 – Mailkorrespondance som opfølgning på samtale med Nikolaj Grønwald Hansen, Erhvervsjuridisk fuldmægtig hos Accura Advokatpartnerselskab.](#)

Hej Nikolaj,

Håber alt er vel hos dig.

Tak for en udbytterig og behagelig samtale sidst.

I den forbindelse vil vi gerne inddrage nogle af dine betragtninger i vores speciale hvis det er okay med dig?

Jeg tænker blot at skrive hvad vi vil indføre i opgaven og så kan du af- eller bekræfte de overordnede tanker?

Et punkt er det her med, at de vilkår der forhandles ofte vil være af traditionel karakter, da advokater oftest står af ved closing, hvorfor udformningen af proaktive klausuler vil være besværlig for advokaten at udforme. Derfor kunne virksomhederne anvende interne specialister, som har med selve overdragelsen at gøre og derigennem har et større kendskab til de to virksomheder til denne proces?

Det andet spørgsmål vedrører den problemstilling vi havde ud fra den retsvidenskabelige litteratur i forbindelse med

sælgers manglende beskyttelse ved informationsdeling. Her oplyste du hvordan man i praksis anvender et clean room, som kun få af købers finansielle og juridiske rådgivere får adgang til, for at sikre, at alt er som det skal være uden de må oplyse køber om eksakte pris- og kundelister?

Vi håber du kan og vil bekræfte ovenstående betragtninger, så vi kan anvende dem i afhandlingen.

Mvh William og Frederik

Hej William

I forhold til første punkt om proaktive klausuler, kunne det måske være en fordel at komme med nogle eksempler til at understøtte betragtningen.

I forhold til clean room så er det korrekt, at købers rådgiver kan få stillet særligt sensitivt materiale til rådighed i forbindelse med købers due diligence. Det er ikke muligt for rådgiverne at videregive en-til-en den information, de får stillet til rådighed, men de kan rapportere på det. Et typisk eksempel vil fx være hard facts, som fx kundenavne, priser, konkrete strategier eller lignende. Ting som fx en advokat måtte finde nødvendig for fx at få konkurrencegodkendelse af købet, men som er sensitive i tilfælde af, at sælger og køber er konkurrenter.

Vi kan jo evt. tage et kald til, hvis I har brug for det.

Med venlig hilsen

Nikolaj Grønvald Hansen
Erhvervsjuridisk fuldmægtig

Accura Advokatpartnerselskab

Mob.: [+45 3078 6694](tel:+4530786694)

Bilag 4 – Mailkorrespondance med Rasmus Madsen, M&A Underwriter hos RiskPoint, i forbindelse af flere personlige møder.

Hej Rasmus

Vi har ved en gennemgang af vores opgave fundet et par interessante spørgsmål, som vi gerne vil høre dit bud på.

Vi vil gerne høre om vi må inddrage dine/jeres udtalelser som ekspertudtalelser i vores opgave til at understøtte nogle af vores tanker og henvise til praksis.

Vi har kigget på det powerpoint som i gav os ved sidste besøg fra Howden, hvor der står noget om hvilke breach types der bliver anlagt.

Vi vil gerne høre om du tænker vi har fortolket de forskellige typer korrekt.

Den første vi har kigget på er "financial statements", som vi har udledt som værende økonomiske nøgletal, såsom omsætning og cash-flow. Derudover kunne det være et statement om at der ikke vil komme uforudsete omkostninger post closing. Vi har en dom der omhandler omsætningsnedgang, samt en der omhandler efterfølgende uforudsete/uoplyste omkostninger. I begge tilfælde får køber ret til at hæve købet.

Vi har tolket "compliance with laws" som værende misligholdelse af lovgivning. Her har vi også en dom der omhandler manglende byggetilladelse, hvor køber får adgang til at hæve. Dommen omhandler fast ejendom, men grundet kompleksiteten, har dommen jævnfør landsretten karakter af en virksomhedsoverdragelse.

Til sidst har vi tolket på "Material Contracts" som værende væsentlige kontrakter. Her har vi også en dom der omhandler en sælger der ikke oplyser køber om et ordrestop fra en stor debitor. Her får køber ligeledes adgang til at hæve købet.

Tænker du disse tolkninger er korrekte? Derudover finder vi det interessant, at der her er tale om 47% af brudtyperne (fordelt på hhv. 18%, 15% og 14%) som retspraksis anser som tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt, og vil derfor gerne høre om det er noget du kan nikke genkendende til?

Næste spørgsmål går på det du skrev den anden dag omkring tendensen til at transaktionerne bliver udskudt af flere omgange.

Tænker du det skyldes en generel usikkerhed i markedet eller skyldes det udformning af garantikatalog, problemer ved forhandling af pris eller lignende?

Sidste spørgsmål går på hvorvidt du tænker at to parter der skal indgå i samarbejde post closing, kan bruge forsikringen som et bindeled mellem parterne, således at risikoen tiltes over på en tredje part(forsikringsselskabet), så man ikke står i den situation, hvor man skal rette krav mod en samarbejdspartner?

Vi ser frem til at fra dig/jer.

Med venlig hilsen

Frederik og William.

Hej William og Frederik

I er velkommen til at inddrage mine udtalelser i jeres speciale til at understøtter jeres påstande.

Indledningsvis er det vigtigt at forstå mekanismen med garantierne i købsaftalerne. Partnerne forhandler garantier, hvori at sælger garanterer en masse statements, som dels har til formål at frembringe disclosure (at dokumenter bliver lagt op i datarummet), samt giver køber mulighed for at kunne gå efter sælger, hvis der er brud på garantierne. Typisk gives der garantier inden for områderne: sælgerne, adkomst og konfliktende aftaler, selskabet, pant/kaution, finansiel, skat, medarbejdere, aftaler, ejendomme, forsikring, tvister og loyal oplysningsforpligtelse. Derudover vil der være mere specifikke områder relevant for det konkrete target. Under hver garantiområde vil der så være et antal generelle og/eller specifikke garantier tilpasset til transaktionen. Garantierne giver mulighed for erstatningskrav, men ikke mulighed for at hæve købet. Howden præsentationen henviser til de overordnede områder inden for garanti afsnittene, og anses derfor for meget overordnede.

Financial statements

Jeg er enig i jeres tolkning om at financial statements garantier kan henvises til, hvis nøgletallene ikke er som garanteret af sælger. Dog er budgetter og forecast normalt ikke forsikringsbare. Bemærk desuden at de finansielle garantierne typisk også kan være opsamlingsgarantier på den måde at forstå, at i tilfælde af at der er noget som er meget galt med target, så vil f.eks. årsrapporterne ikke give et retvisende billede af target, og derved vil det være et potentielt garantibrud. Uoplyste omkostninger kan også anses for at være et potentielt garantibrud.

Hermed et eksempel på en typisk financial statement garanti:

"The annual report gives a true and fair view (in Danish: retvisende billede) of the profits or losses, the results of operation, the cash flow, the financial position, the state of affairs, the assets and the liabilities of the target group for the financial year."

Compliance with laws

Jeg er også enig i jeres tolkning med compliance with laws kan være manglende byggetilladelse. Det kunne f.eks. også være i tilfælde af at target ikke er GDPR compliance eller ikke er compliance med lovbestemte krav til produkter.

Hermed et eksempel på en typisk compliance with laws garanti:

"The target group is, and has for the past five years been in compliance with all applicable Laws."

Material Contracts

Jeres fortolkning af at ordrestop (ved opsigelse af en aftale) er jeg også enig i kan resulterer i et garantibrud, hvis der er givet garanti på det.

Hermed eksempler på to typisk material contract garantier:

"All material agreements to which any group company is a party have been disclosed in the due diligence material."

"Within the 12 months period preceding the signing date, none of the target group's material contracts with major suppliers has been terminated other than in the ordinary course of business."

Jeg har desværre ikke nok claims historik til at kunne konkludere på tilsidesættelsen af den loyale oplysningspligt, men da W&I forsikring dækker ukendte omstændighed før signing lyder det rigtigt.

Det er meget svært at komme med et generaliserende svar på at transaktionerne bliver udskudt af flere omgange, men i nogle konkrete tilfælde har det været pga. uenighed om pris og manglende disclosure fra sælger.

Tilslut er jeg enig i, at W&I forsikring kan anvendes som et bindeled mellem parterne, således at risikoen tiltes over på en tredje part (forsikringsselskabet), så man ikke står i den situation, hvor man skal rette krav mod en samarbejdspartner.

Hvis I på nogen måde kan fremskaffe en købsaftale med garantier, ville det kunne hjælpe jeres forståelse af garantier. Alle købsaftaler som vi er i besiddelse af er desværre underlagt fortrolighed.

I er meget velkommen til at ringe, hvis der er noget I ønsker uddybet.

Med venlig hilsen / Best Regards

Rasmus Madsen

M&A Underwriter

RiskPoint A/S

Mobile: [+45 25 56 37 37](tel:+4525563737)

Email: rasmus.madsen@riskpoint.eu

www: www.riskpoint.eu

Bilag 5 – IACCM undersøgelse: Most Negotiated Terms 2018

Undersøgelsen er indsat på næste side således, at den rigtige formatering beholdes. Det bemærkes derfor, at sidetallene ikke følger afhandlingen men selve undersøgelsen, og at undersøgelsen er indsat liggende.

Most Negotiated Terms 2018



AN IACCM CALL TO ACTION

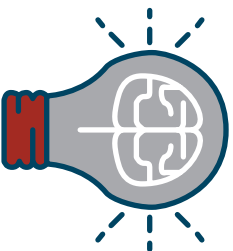


www.iaccm.com

Table of contents

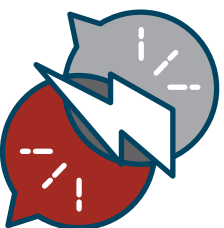
Executive Summary.....	6
About the report.....	7
Why do we negotiate?.....	8
Will Automation change the answer?.....	9
A Deal ... Or a Relationship?	9
Recommended Actions.....	12
1. Focus on the terms that are actually costing you money	12
2. Ensure you are using the right agreement by implementing decision trees	14
3. Reduce repetitive negotiation by adopting the IACCM contract principles	14
4. Improve implementation and understanding by automating extraction and dissemination of contract terms	14
Conclusion	15
Appendices	16-27

Is your contracting process delivering value?



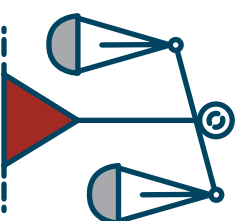
Wrong template

An analysis of more than 7,000 contracts showed that 56% were based on the wrong template.



Can't understand

A survey of business users revealed that 88% find contracts 'difficult or impossible to understand'.



Lack knowledge

A test of experienced contract negotiators discovered that 51% were wrong in their understanding of the law relating to the #1 negotiating term.

Executive Summary

A well-managed contracting process can deliver remarkable value. However, as the introductory infographic illustrates, frequently it is not well-managed. That is largely because organizations lack data – they are simply unaware of the costs (and missed opportunities) that result from today's approach to contracting. Executives mostly accept that contracts are unintelligible and rarely question whether or how they could contribute to better outcomes.

As this report reveals, while the business world may be experiencing radical change, the approach to contracts and their negotiation remains largely unaffected. Too often, we churn out agreements with limited practical application and spend time and money deliberating over things that might occur, but rarely do, while paying little attention to the things that actually will go wrong.

Is this through stubbornness? Through ignorance? Through a refusal to challenge and think differently? To some extent, it is probably all of these, but more than anything it is a failure of leadership, a failure by executives to recognize the cost associated with current practices and to demand change. Contract language does not have to be obscure; contract structure does not have to be opaque; contract terms do not need to be based on classical theories. Complex projects do not require complex legal language and structure. In fact, the more complex the nature of the engagement the more important it is to simplify contract language and maximize its usefulness. If executives think that contracts do not matter, they should scrap them. If they do matter, it is time that they brought them into the modern age.



If executives think that contracts do not matter, they should scrap them. If they do matter, it is time that they brought them into the modern age.



At the very least, those who create contracts should pay greater attention to the damage that poor contracting and negotiation practices are doing to their business. Rather than producing an invaluable framework and guide to a business relationship, many agreements generate confusion and even ill-will between the parties. We must do better. This report proposes five immediate steps that IACCM recommends should be taken.

1. Focus negotiations on the terms that are actually costing you money.
2. Ensure you are using the right agreement by implementing decision trees.
3. Reduce repetitive negotiation by adopting the IACCM contract principles.
4. Improve implementation and understanding by automating extraction and dissemination of contract terms.
5. Stop listening to people who say that change isn't possible!

About the report

This report is based on a worldwide survey of IACCM members. It attracted input representing 2,173 organizations. The data is offered in consolidated form and also by industry and by geography, revealing variations in negotiation priorities. In addition to acting as a 'call to action', the findings can be used to support internal awareness and training, to inform negotiation planning and to provide a benchmark against internal experiences.

Why do we negotiate?

A web search offers many answers to this question. An example is "Negotiations are exchanges in which you and other parties try to reach an agreement. Ideally, the objective of any negotiation is to gain an outcome where all involved win. To achieve this result, it is essential that all parties are aware of what the other wants."

This point about an outcome, or a result, is important because different people within the business view that outcome in a different context. For example, for the Sales organization and potentially for Procurement, getting a contract signed so they can respectively receive a commission and report negotiated savings may represent a satisfactory outcome. For the legal department, achieving an acceptable position on key business risks may be deemed success. Interestingly, people who have an interest in the longer-term outcome – the actual delivery of value – may not even be part of the negotiation.

Business-to-business negotiations are frequently complicated. A multitude of different interests must be accommodated, and often they require compromise. In some cases, there are interest groups which would not sign up to the statement "the objective of any negotiation is to gain an outcome where all involved win." When the areas of a particular stakeholder's interest are narrow – for example, data security, export controls – there really isn't much space for compromise or exchange. So while there may be broad

agreement that it is the outcome which matters, views of what that outcome should be and when it should occur is quite varied. And in truth, it actually varies even for the same stakeholder since different negotiations have different levels of importance.

The dilemma we face is summed up by a comment (see sidebar), sent following publication of an earlier edition of this report. These observations remain true today and highlight the point that the sophisticated lead negotiator must be clear about their goals, their approach and the goals and approach of all other involved parties. Through that determination, they will be able to decide which areas of agreement to prioritize and which they will need to 'negotiate' with other interest groups to achieve their agenda. However, the comment also acknowledges the need to ask 'Is negotiation really needed at all – are we just doing it because it's what we always do?'

This report on the 2018 'most frequently negotiated terms' confirms that in many cases the quality of planning and negotiation management remains poor, that negotiations in many cases reflect a rather confused melting pot of conflicting interests and authorities and, as a result, many negotiated contracts do not support a win for either party.

Does negotiation have value?

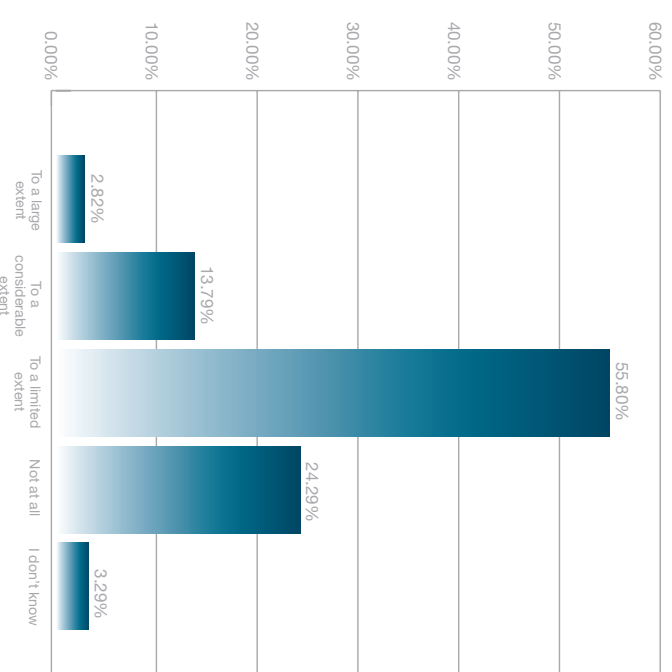
Many people use the term ‘negotiating’ in a generic form, with little thought to the variations in approach that are required by different circumstances. Take this quote as an example:

*“Proving value as in-house counsel and as a law department is a constant grind. Should we negotiate clauses that we’ll never litigate? Do we ever litigate contracts? Or, as we say at my company, do we just “manage the suppliers to death” when they are in breach? To wit: we rarely litigate, but we’ll negotiate firmly because of the belief that our internal customer expects us to do so. Sometimes that makes sense, sometimes it does not – and sometimes we may be wrong about what the internal customer actually wants! Are we “disrupting commerce” by negotiating fiercely on clauses that are never litigated or that provide very low risk, under formula: $B > P * L$ (does the Benefit of doing the deal outweigh the Probability times the Loss)? Relationship dynamics are key. We deal with the same customers on prime contracts over and again, and we deal with largely the same pool of subcontractors across several prime contracts. Consistency in dealing should be paramount to sustain those relationships, but in a big company, our various lines of business and programs often treat both the customer and supplier very differently.”*

Will Automation change the answer?

Over the last three years the proportion of those who believe that automation will have a significant effect on the role of human negotiators has more than doubled. Today some 72% recognize that it will have an impact (see table below). An interesting question is whether the introduction of machines will accelerate change in the effectiveness and value of negotiations. As this report illustrates, people find it hard to change the negotiation agenda: once again our study blames “resistance by the other side” as the primary factor preventing a shift to focus on the most important terms. It seems likely that intelligent machines would rapidly overcome this obstacle.

To what extent do you believe automated systems will replace human negotiators?



A Deal ... Or a Relationship?

It may seem obvious, but negotiators must adjust their approach depending on whether they are establishing the terms for a transaction or a relationship. For some time, ‘relationships’ rather went out of fashion, with Procurement groups believing that they represented lost opportunities for savings. However, this attempt to ‘commoditize’ every

acquisition was also more appropriate to product purchases – and was being introduced at the same time as product sales were declining, to be replaced by services and solutions (see Table 1 below for this continuing trend). Many services, being intangible and delivered over time, require far more ‘relational’ terms and far more focus on clear definition.

Thinking back over the last 2-3 years, has the type of business offering and contract that you negotiate significantly changed?

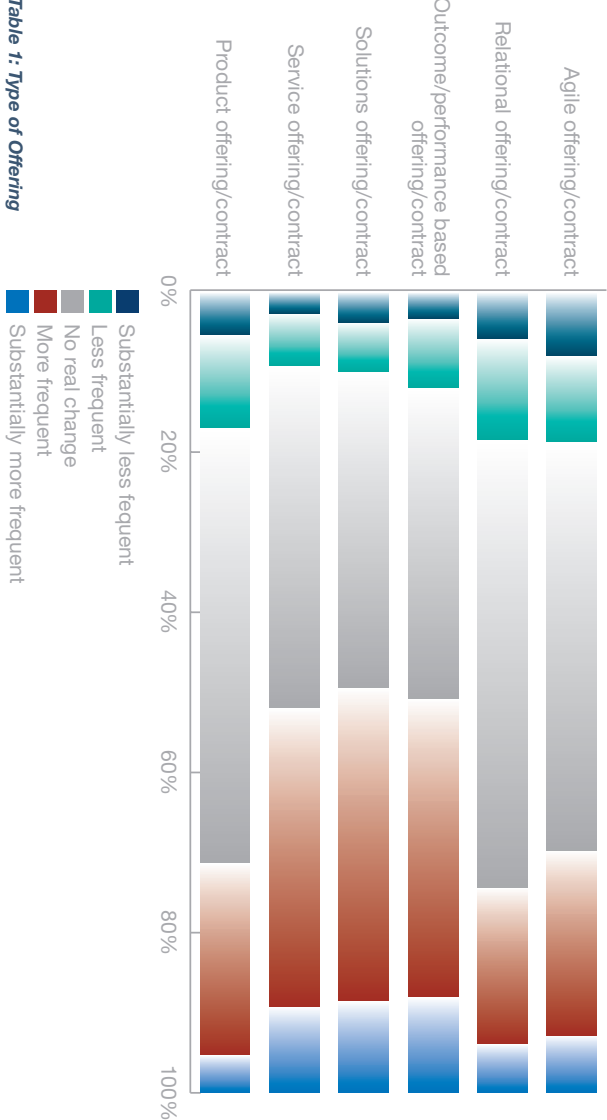


Table 1: Type of Offering

Substantially less frequent
Less frequent
No real change
More frequent
Substantially more frequent

The summary that follows, origin unknown, is an excellent depiction of the key differences between ‘transactions’ and ‘relationships’:

“A transaction is a quick, short-lived exchange. It’s about this deal, these terms. Get a signature, and you’re done. Negotiating relationships is a process with no clear beginning or end. Your goal is to build sufficient understanding, comfort, and trust between parties that you can work together now and *in the future*, under conditions that enable both sides to prosper.”

- In a deal, the party you are negotiating with is, to a large extent, your opponent. In a relationship, the other party is your preferred partner.
- Deals are about getting as much of what you want as you can carry away. Relationships are based on fair division and joint burden-sharing.
- In a deal, you hold yourself aloof from the other party: hiding information, guarding your responses, pressing your position. In a relationship, you are more relaxed, open, and natural: sharing information and truly seeking to understand and resolve differences.
- In a deal, you may exaggerate the strength of your position or try to trick the other side into giving in. Successful relationships are based on honesty, reliability, and follow-through.

- Deals are static, inflexible, with exhaustive contracts intended to guarantee that every term and condition will remain “carved in stone” until the transaction is completed. Relationships are also based on fundamental agreements, but they are more accommodating, less rigidly detailed. Because relationships take place over time, change needs to be anticipated and managed constructively rather than ignored because it falls outside of the scope of the initial agreement. Relationships are dynamic, not carved in stone.”

If we now reflect on the top ten most frequently negotiated terms and relate them to the criteria outlined above, they

appear to be more oriented towards transactions – especially when compared with the table of ‘most important terms’.

Table 2: Top ten most negotiated terms 2018

	‘14/ ‘18									
1	Limitation of Liability	-	1	1	1	1	1	1	1	1
2	Indemnification	-	2	3	2	2	2	2	2	2
3	Price/Charge/ Price Changes	-	3	2	3	3	3	3	3	4
4	Termination		9	4	8	11	7	6	7	11
5	Scope and Goals/ Specification		11	5	6	5	6	8	8	9
6	Warranty		7	8	7	4	4	4	4	3
7	Performance/ Guarantees/ Undertakings		8	7	9	12	10	11	13	14
8	Payment		5	9	16	7	18	-	15	15
9	Data Protection/ Security/Cybersecurity		18	17	18	15	5	5	10	7
10	Liquidated Damages		13	6	20	14	13	12	5	5

Table 3: Top ten most important terms 2018

1.	Scope and Goals/Specification
2.	Responsibilities of the Parties
3.	Price/Charge/Price Changes
4.	Delivery/Acceptance
5.	Service Levels
6.	Performance/Guarantees/Undertakings
7.	Limitation of Liability
8.	Payment
9.	Data Protection/Security/Cybersecurity
10.	Change Management

Recommended Actions

1. Focus on the terms that are actually costing you money

Personnel who provide contracting or negotiating services should be thinking about quality. That would mean focusing on reducing or eliminating faults and errors. To do this, we need to understand where things go wrong.

This year's report includes a list of the most frequently contested terms (Table 4 below). It is obvious that if these are the areas that generate future contention, they also represent areas of significant risk and downstream cost. If better negotiation could reduce the frequency with which these occurred, both parties would benefit. Five of the top ten terms that are frequently causing claims or disputes do not appear in the top ten that are most negotiated.

Recent research by IACCM investigated the factors that contribute to success in major projects. A common finding was that many of the terms in the 'most negotiated' list are viewed as non-negotiable. Instead, time is spent on minimizing ambiguity in areas such as scope, the provisions related to change - - for example, what will represent a 'compensation event' - and detailed governance and escalation procedures.

To many, it may seem remarkable that negotiators would not focus on the issues that generate problems, but there are several reasons why this often does not happen. In particular:

- Those who negotiate the contract are frequently not involved in its on-going management and are not measured or incentivized on its performance or outcome.
- There is little-consolidated data related to the issues experienced in the contract lifecycle - knowledge is anecdotal rather than scientific.
- Traditional training and legal theory tends to promote a greater focus by negotiators on minimizing risk consequence, rather than the terms that might reduce risk probability.

During the post-award phase of contract performance which terms are, in your experience, the most frequent cause of a claim or dispute?

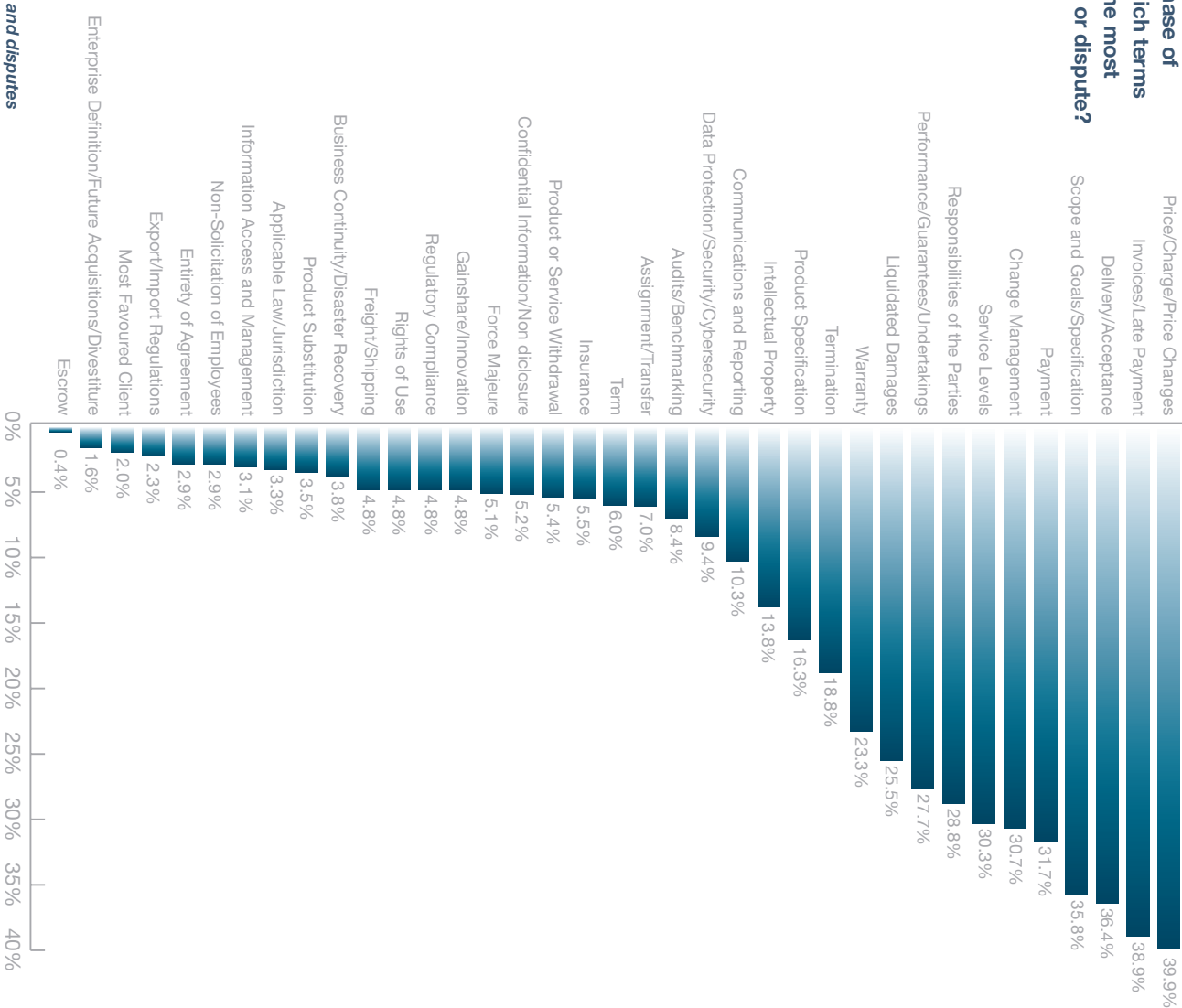


Table 4: Terms that cause claims and disputes

2. Ensure you are using the right agreement by implementing decision trees

IACCM members often reflect on the amount of time wasted in battles over inappropriate or irrelevant contract terms. Even worse, because they are engaged too late in the process, they regularly find themselves contending with the wrong form of agreement. This is especially the case when the customer is driving the selection of contract, since they will often put forward a generic template that takes little or no account of the type of acquisition or the relationship it requires.

Both of these scenarios can be avoided through the use of 'decision trees' – a tool that helps its user to choose between a series of available options (in this case, a range of standard templates). These are implemented via a standard process requiring relevant personnel to answer specific questions which lead to identification of the right form of relationship, the right contract template and, where necessary, the right term options.

3. Reduce repetitive negotiation by adopting the IACCM contract principles

In 2016, IACCM was approached by a group of General Counsel who wanted to reduce the delay caused by repetitive negotiation of the same issues. They highlighted six areas – not surprisingly, topics that are high on the list of 'most negotiated terms'. Although they represented some of the biggest companies in their industry, they were not seeking to use their combined power to impose terms onto their customers. They readily accepted that the right way forward would be to develop 'balanced terms' that reflected a reasonable position for both parties.

This initiative led to the production of 'The IACCM Contract Principles', a set of guidelines that has been reviewed by negotiators in more than 150 corporations, representing both buy-side and sell-side. By formally adopting these principles as the base for their agreements, organizations can streamline contract review and acceptance, reducing negotiation of important but low-value terms and supporting a switch in focus to the terms that are deemed 'most important'.

4. Improve implementation and understanding by automating extraction and dissemination of contract terms

Automation is increasingly being deployed to streamline the contracting process and, more important, to reduce risk and improve the economic value achieved. One example of this is automated comparison between an organization's approved 'standard terms' or 'norms' and the terms proposed by a counter-party. This not only reduces the cost and time associated with traditional methods of comparing and red-lining agreements, it also creates the possibility of machine-based decision-making on whether a proposed term falls

within an acceptable 'norm' and therefore does not require negotiation.

Another key area of automation is in the extraction of the agreed terms and their dissemination to those responsible for performance. This has the effect of reducing errors and delays, resulting in less disputes and pressure for renegotiation.



Conclusion

Society as a whole is becoming increasingly impatient with complexity. We expect things to be available on demand, easy to access and understand. While we appreciate that many things are complicated, we expect that experts will make them simple and consumable.

These principles lie at the heart of business operations and the emerging digital world. Contracts and the contracting process will not be immune. Every day, we observe growing pressure for change. Here are a few examples:

- challenging traditional power-based theories: throughout society there is increasing rejection of behaviors based on power. In the world of contracting, it is generally alive and well. Big corporates use their power to impose unbalanced and, in many cases, unfair contract terms on smaller businesses. A push-back is underway, in some cases led by government, but also through small industry associations. The days of these abusive practices are numbered – which is actually great news for everyone because those unbalanced terms brought no measurable economic benefit.
- focus on the terms that matter: McKinsey, the consultants, recently wrote: “it’s scary for most organizations to let go. We have built organizations that are hierarchical, inspired from the military....” That is such an accurate depiction of much of today’s contract negotiation, where experienced practitioners know that far too much time is spent battling over the wrong terms, at the expense of structuring an effective business deal. That is starting to change. General Counsel, in particular, are starting to challenge and push their organizations to think and behave differently.
- ‘we are not involved early enough’: for years, contracts and legal staff have bemoaned the fact that they are often involved too late, that their ability to bring value is undermined by the fact that key commercial aspects of the deal have already been committed before they are consulted. They were right to make that complaint – too often, value was lost, and deals did suffer. But now, we must turn that thinking on its head – the time has come to work out how to ensure that in most cases, we don’t need to be involved at all. How do we use technology to deliver a virtual service? How do we shift our knowledge to the front end of the process to support others in making the right decisions, the right contracting model and the right terms?
- successful contracts provide structure: this is the part that is exciting because it involves seeing the contract in a new way. We all know that contracts are a record of rights and obligations and that shouldn’t change. But historically they have not really been effective business instruments because they have been rigid, hard to understand and seen by many as instruments that have relevance only when things go wrong. But in an agile world, that thinking must change. We need to structure the contract in a way that supports achieving goals and objectives. And we need contracts and contracting processes that are designed to facilitate change, to be adaptive.

A few key principles (and core to this adaptability) are:

- 1) put the customer first – make the distance between the customer and the contract as short as possible;
- 2) put people before process – contract performance ultimately depends on collaborative interaction, often across a multitude of stakeholders, so design contracts as interlocking instruments that support and motivate the right behaviors;

- 3) welcome change – something that is traditional anathema to many procurement, contracts or legal staff, yet which is fundamental to achieving the right outcome; and 4) empower the team – they are at the front end, so provide them with the knowledge they need to make good decisions.

Clearly, these are not changes that occur overnight, and their speed will vary. But in every case, the momentum is there – and anyone who views him or herself as an expert in the world of contracting needs to be working on how to respond to these trends.

The pages that follow provide a much fuller listing of the most negotiated terms, as well as industry and geographic variations.



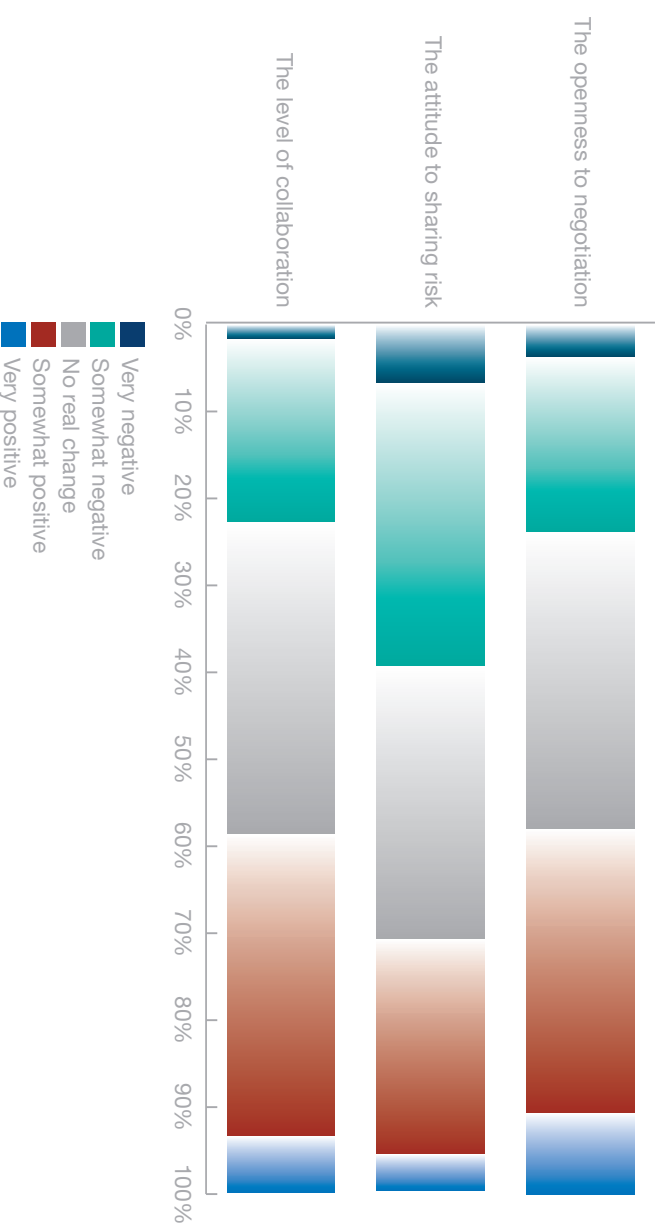
Chart 1: The top 30 'most negotiated terms' (based on surveys undertaken by IACCM during 2018, with replies representing more than 8,000 negotiators based in over 120 countries).

Year	2018	2015	2014/2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
1 Limitation of Liability	-	1	1	1	1	1	1	1	1
2 Indemnification	-	2	3	2	2	2	2	2	2
3 Price / Charge / Price Changes	-	3	2	3	3	3	3	3	4
4 Termination		9	4	8	11	7	6	7	11
5 Scope and Goals / Specification		11	5	6	5	6	8	8	9
6 Warranty		7	8	7	4	4	4	4	3
7 Performance / Guarantees / Undertakings		8	7	9	12	10	11	13	14
8 Payment		5	9	16	7	18	-	15	15
9 Data Protection / Security / Cybersecurity		18	17	18	15	5	5	10	7
10 Liquidated Damages		13	6	20	14	13	12	5	5
11 Delivery / Acceptance		10	10	12	8	8	7	9	8
12 Responsibilities of the Parties	-	12	12	4	16	12	14	-	-
13 Intellectual Property		6	13	11	17	15	13	-	-
14 Invoices / Late Payment		15	11	5	6	9	9	11	10
15 Service Levels		4	15	14	10	5	5	10	7
16 Confidential Information / Non disclosure		14	14	17	19	16	19	14	19
17 Term	-	17	16	10	13	11	15	12	12
18 Insurance		16	New						
19 Regulatory compliance		22	18	34	-	-	-	-	-
20 Dispute Resolution		23	30	27	-	-	-	-	-
21 Product Specification		20	19	13	23	22	22	18	15
22 Information Access and Management		24	20	15	21	19	16	16	17
23 Rights of Use		21	22	22	30	29	29	-	-
24 Change Management		25	21	19	18	17	17	-	-
25 Communications and Reporting		29	23	29	20	20	18	17	18
26 Audits / Benchmarking	-	26	New						
27 Product or Service Withdrawal		28	25	24	28	26	24	-	-
28 Force Majeure		30	24	25	24	24	26	22	27
29 Business Continuity / Disaster Recovery	New								
30 Assignment / Transfer	New								

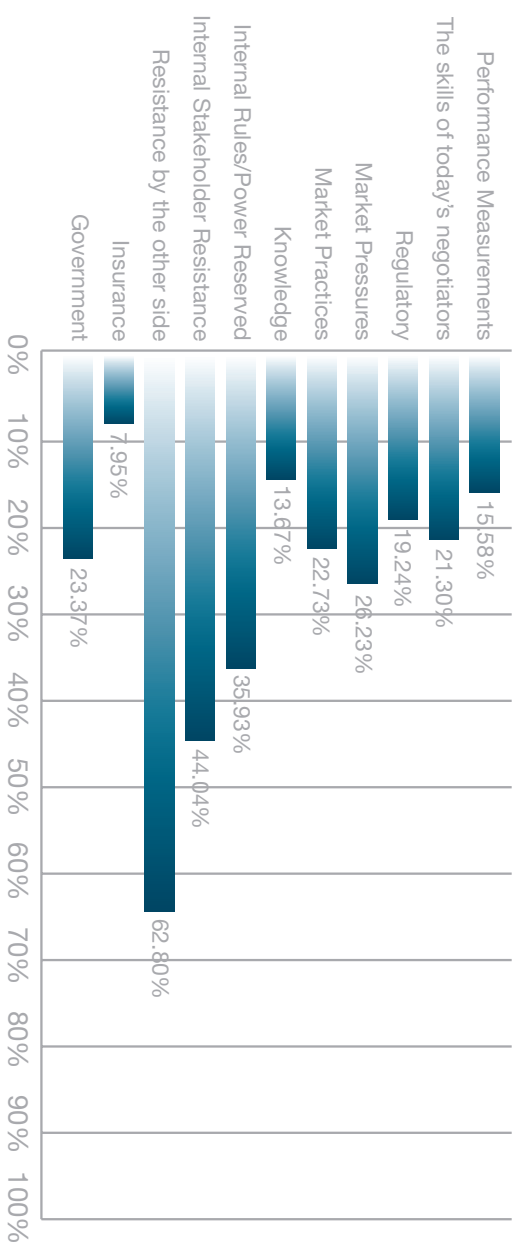
Chart 2: The most important terms (based on input from the Most Negotiated Terms survey, where respondents were asked to identify the terms that most contribute to success)

Most Important term 2013/2014		Most Important term 2015		Most Important term 2018	
1	Scope and Goals	Scope and Goals / Specification	Scope and Goals / Specification	Scope and Goals / Specification	
2	Responsibilities of the parties	Responsibilities of the Parties	Responsibilities of the Parties	Responsibilities of the Parties	
3	Change Management	Service Levels	Price / Charge / Price Changes	Price / Charge / Price Changes	
4	Delivery/Acceptance	Delivery / Acceptance	Delivery / Acceptance	Delivery / Acceptance	
5	Communication and Reporting	Price / Charge / Price Changes	Service Levels	Service Levels	
6	Price/Change	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	
7	Service Levels	Warranty	Limitation of Liability	Limitation of Liability	
8	Performance/Guarantees	Product Specification	Payment	Payment	
9	Payment	Communications and Reporting	Data Protection / Security / Cybersecurity	Data Protection / Security / Cybersecurity	
10	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Change Management	Change Management	

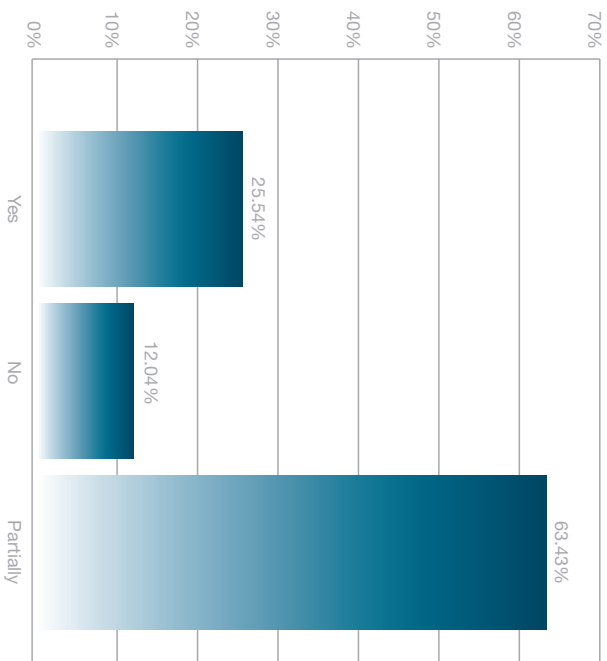
Please tell us about your recent experiences. How did market conditions and practices impact negotiations?



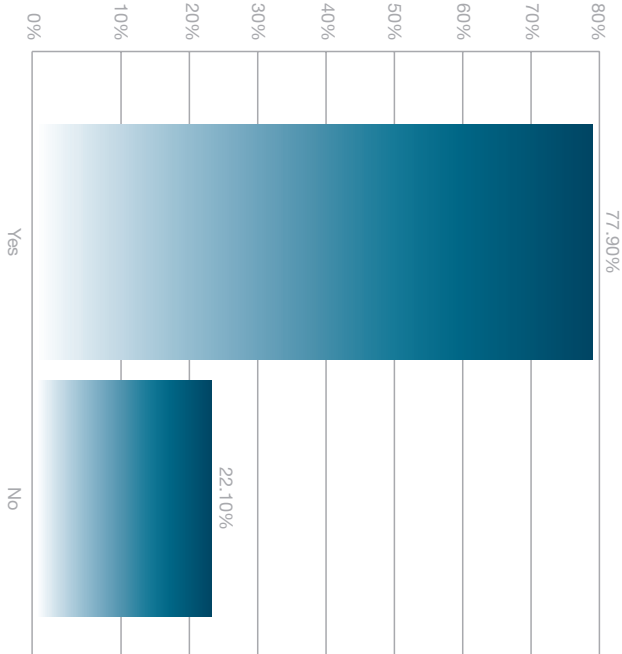
Please indicate the top 3 factors that are most significant in limiting your ability to change what is negotiated?



If the aim of contract negotiation is to create a framework for successful business outcomes, do you believe that negotiations today focus on the right topics to achieve that aim?



In your experience, does the focus of negotiated terms change significantly depending on complexity of a contract?





	I mostly perform or support Sales negotiations	I mostly perform or support Procurement/ Sourcing negotiations	I perform or support both Buy-Side and Sell-Side negotiations
1	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability
2	Indemnification	Price/Charge/Price Changes	Indemnification
3	Price/Charge/Price Changes	Indemnification	Responsibilities of the Parties
4	Termination	Scope and Goals/Specification	Termination
5	Liquidated Damages	Performance/Guarantees/Undertakings	Payment
6	Intellectual Property	Warranty	Price/Charge/Price Changes
7	Delivery/Acceptance	Termination	Performance/Guarantees/Undertakings
8	Payment	Responsibilities of the Parties	Data Protection/Security/Cybersecurity
9	Scope and Goals/Specification	Payment	Warranty
10	Warranty	Liquidated Damages	Delivery/Acceptance
11	Responsibilities of the Parties	Data Protection/Security/Cybersecurity	Liquidated Damages
12	Invoices/Late Payment	Delivery/Acceptance	Intellectual Property
13	Performance/Guarantees/Undertakings	Service Levels	Scope and Goals/Specification
14	Service Levels	Intellectual Property	Invoices/Late Payment
15	Data Protection/Security/Cybersecurity	Invoices/Late Payment	Service Levels
16	Term	Insurance	Confidential Information/Non disclosure
17	Confidential Information/Non disclosure	Confidential Information/Non disclosure	Term
18	Insurance	Term	Dispute Resolution
19	Regulatory compliance	Product Specification	Insurance
20	Information Access and Management	Regulatory compliance	Regulatory compliance
21	Rights of Use	Dispute Resolution	Rights of Use
22	Dispute Resolution	Information Access and Management	Product Specification
23	Audits/Benchmarking	Communications and Reporting	Information Access and Management
24	Product Specification	Change Management	Communications and Reporting
25	Change Management	Rights of Use	Change Management
26	Assignment/Transfer	Product or Service Withdrawal	Product or Service Withdrawal
27	Force Majeure	Audits/Benchmarking	Audits/Benchmarking
28	Product or Service Withdrawal	Force Majeure	Force Majeure
29	Business Continuity/Disaster Recovery	Business Continuity/Disaster Recovery	Business Continuity/Disaster Recovery
30	Product Substitution	Force Majeure	Assignment/Transfer

Qualified Lawyer		Not a lawyer
1	Limitation of Liability	Limitation of Liability
2	Indemnification	Price / Charge / Price Changes
3	Termination	Indemnification
4	Warranty	Scope and Goals / Specification
5	Intellectual Property	Performance / Guarantees / Undertakings
6	Price / Charge / Price Changes	Termination
7	Liquidated Damages	Payment
8	Responsibilities of the Parties	Delivery / Acceptance
9	Payment	Data Protection / Security / Cybersecurity
10	Data Protection / Security / Cybersecurity	Liquidated Damages
11	Performance / Guarantees / Undertakings	Warranty
12	Delivery / Acceptance	Responsibilities of the Parties
13	Scope and Goals / Specification	Intellectual Property
14	Invoices / Late Payment	Service Levels
15	Confidential Information / Non disclosure	Invoices / Late Payment
16	Service Levels	Term
17	Insurance	Confidential Information / Non disclosure
18	Term	Insurance
19	Regulatory compliance	Dispute Resolution
20	Product Specification	Regulatory compliance
21	Rights of Use	Product Specification
22	Dispute Resolution	Information Access and Management
23	Information Access and Management	Rights of Use
24	Audits / Benchmarking	Change Management
25	Product or Service Withdrawal	Communications and Reporting
26	Change Management	Audits / Benchmarking
27	Force Majeure	Force Majeure
28	Applicable law / Jurisdiction	Product or Service Withdrawal
29	Assignment / Transfer	Assignment / Transfer
30	Business Continuity / Disaster Recovery	Business Continuity / Disaster Recovery

Appendix 1: The most negotiated terms (Regions)

English/ Common Law base		French/ French Law base		German/ Germanic Law base		Scandinavian		Islamic Law		Spanish/ Hispanic Law Base		Indian		Brazilian	
1	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Price / Charge / Price Changes	Liquidated Damages	Performance / Guarantees / Undertakings	Limitation of Liability	Payment							
2	Price / Charge / Price Changes	Responsibilities of the Parties	Responsibilities of the Parties	Limitation of Liability	Price / Charge / Price Changes	Responsibilities of the Parties	Price / Charge / Price Changes	Limitation of Liability	Liquidated Damages	Responsibilities of the Parties	Liquidated Damages	Limitation of Liability	Invoices / Late Payment		
3	Indemnification	Price / Charge / Price Changes	Performance / Guarantees / Undertakings	Termination	Performance / Guarantees / Undertakings	Termination	Payment	Termination	Warranty	Termination	Payment	Payment	Term		
4	Scope and Goals / Specification	Scope and Goals / Specification	Price / Charge / Price Changes	Service Levels	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Invoices / Late Payment	Invoices / Late Payment	Invoices / Late Payment	Price / Charge / Price Changes		
5	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Liquidated Damages	Responsibilities of the Parties	Termination	Warranty	Acceptance	Warranty	Acceptance	Warranty	Acceptance	Acceptance	Acceptance	Delivery / Acceptance	
6	Termination	Warranty	Delivery / Acceptance	Payment	Payment	Liquidated Damages	Indemnification	Liquidated Damages	Indemnification	Indemnification	Indemnification	Indemnification	Indemnification	Scope and Goals / Specification	
7	Payment	Liquidated Damages	Data Protection / Security / Cybersecurity	Term	Indemnification	Intellectual Property	Termination	Service Levels	Termination	Termination	Termination	Termination	Service Levels		
8	Data Protection / Security / Cybersecurity	Data Protection / Security / Cybersecurity	Termination	Performance / Guarantees / Undertakings	Delivery / Acceptance	Payment	Warranty	Limitation of Liability	Warranty	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability		
9	Delivery / Acceptance	Delivery / Acceptance	Warranty	Indemnification	Insurance	Price / Charge / Price Changes	Price / Charge / Price Changes	Price / Charge / Price Changes	Price / Charge / Price Changes	Price / Charge / Price Changes	Price / Charge / Price Changes	Price / Charge / Price Changes	Price / Charge / Price Changes	Termination	
10	Liquidated Damages	Payment	Indemnification	Data Protection / Security / Cybersecurity	Invoices / Late Payment	Service Levels	Performance / Guarantees / Undertakings	Responsibilities of the Parties	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings		
11	Warranty	Termination	Scope and Goals / Specification	Scope and Goals / Specification	Scope and Goals / Specification	Data Protection / Security / Cybersecurity	Intellectual Property	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings	Performance / Guarantees / Undertakings		
12	Responsibilities of the Parties	Term	Intellectual Property	Intellectual Property	Term	Invoices / Late Payment	Responsibilities of the Parties	Data Protection / Security / Cybersecurity	Responsibilities of the Parties	Data Protection / Security / Cybersecurity	Responsibilities of the Parties	Data Protection / Security / Cybersecurity	Data Protection / Security / Cybersecurity		
13	Intellectual Property	Intellectual Property	Confidential Information / Non disclosure	Delivery / Acceptance	Service Levels	Regulatory compliance	Term	Communications and Reporting	Communications and Reporting	Communications and Reporting	Communications and Reporting	Communications and Reporting	Communications and Reporting		
14	Service Levels	Invoices / Late Payment	Payment	Warranty	Warranty	Scope and Goals / Specification	Scope and Goals / Specification	Dispute Resolution	Dispute Resolution	Dispute Resolution	Dispute Resolution	Dispute Resolution	Dispute Resolution		
15	Invoices / Late Payment	Product Specification	Term	Liquidated Damages	Product Specification	Confidential Information / Non disclosure	Confidential Information / Non disclosure	Most Favored Client	Most Favored Client	Most Favored Client	Most Favored Client	Most Favored Client	Most Favored Client		

English/ Common Law base	French/ French Law base	German/ Germanic Law base	Scandinavian	Islamic Law	Spanish/ Hispanic Law Base	Indian	Brazilian
16 Term	Rights of Use	Service Levels	Confidential Information / Non disclosure	Data Protection / Security / Cybersecurity	Term	Data Protection / Security / Cybersecurity	Warranty
17 Confidential Information / Non disclosure	Service Levels	Invoices / Late Payment	Invoices / Late Payment	Confidential Information / Non disclosure	Insurance	Dispute Resolution	Change Management
18 Insurance	Indemnification	Change Management	Regulatory compliance	Responsibilities of the Parties	Rights of Use	Regulatory compliance	Information Access and Management
19 Dispute Resolution	Dispute Resolution	Rights of Use	Rights of Use	Dispute Resolution	Information Access and Management	Service Levels	Regulatory compliance
20 Regulatory compliance	Insurance	Regulatory compliance		Intellectual Property	Dispute Resolution	Insurance	Product Specification
21 Product Specification	Product Substitution	Information Access and Management	Audits / Benchmarking	Product or Service Withdrawal	Delivery / Acceptance	Rights of Use	Entirety of Agreement
22 Information Access and Management	Confidential Information / Non disclosure	Product Specification	Dispute Resolution	Entirety of Agreement	Indemnification	Most Favored Client	Confidential Information / Non disclosure
23 Rights of Use	Force Majeure	Insurance	Product or Service Withdrawal	Force Majeure	Business Continuity / Disaster Recovery	Product Specification	Force Majeure
24 Change Management	Regulatory compliance	Dispute Resolution	Product Specification	Product Substitution	Assignment / Transfer	Change Management	Intellectual Property
25 Communications and Reporting	Product or Service Withdrawal	Communications and Reporting	Communications and Reporting	Change Management	Product or Service Withdrawal	Communications and Reporting	Liquidated Damages
26 Audits / Benchmarking	Communications and Reporting	Force Majeure	Information Access and Management	Regulatory compliance		Product or Service Withdrawal	Rights of Use
27 Force Majeure	Export / Import Regulations	Product or Service Withdrawal	Change Management	Freight / Shipping	Audits / Benchmarking	Product Substitution	Insurance
28 Product or Service Withdrawal	Information Access and Management	Audits / Benchmarking	Assignment / Transfer	Export / Import Regulations	Change Management	Business Continuity / Disaster Recovery	Product Substitution
29 Business Continuity / Disaster Recovery	Applicable law / Jurisdiction	Gainshare / Innovation	Applicable law / Jurisdiction	Audits / Benchmarking	Communications and Reporting	Assignment / Transfer	Applicable law / Jurisdiction
30 Assignment / Transfer	Assignment / Transfer	Assignment / Transfer	Gainshare / Innovation	Applicable law / Jurisdiction	Applicable law / Jurisdiction	Gainshare / Innovation	Assignment / Transfer

Appendix 2: The most negotiated terms (Industries)

Aerospace/Defense		Banking/Insurance / Financial		Engineering/Construction /Real Estate		Healthcare/ Pharma/Chemicals		Legal		Manufacturing/ Processing	
1	Limitation of Liability	Limitation of Liability		Limitation of Liability		Limitation of Liability		Limitation of Liability		Price / Charge / Price Changes	
2	Price / Charge / Price Changes	Data Protection / Security / Cybersecurity		Liquidated Damages		Indemnification		Termination		Indemnification	
3	Delivery / Acceptance	Confidential Information / Non disclosure		Responsibilities of the Parties		Warranty		Payment		Limitation of Liability	
4	Liquidated Damages	Indemnification		Performance / Guarantees / Undertakings		Price / Charge / Price Changes		Price / Charge / Price Changes		Performance / Guarantees / Undertakings	
5	Payment	Termination		Price / Charge / Price Changes		Payment		Intellectual Property		Warranty	
6	Intellectual Property	Regulatory compliance		Scope and Goals / Specification		Performance / Guarantees / Undertakings		Delivery / Acceptance		Scope and Goals / Specification	
7	Scope and Goals / Specification	Service Levels		Warranty		Intellectual Property		Indemnification		Liquidated Damages	
8	Indemnification	Price / Charge / Price Changes		Payment		Termination		Responsibilities of the Parties		Payment	
9	Responsibilities of the Parties	Responsibilities of the Parties		Delivery / Acceptance		Confidential Information / Non disclosure		Warranty		Termination	
10	Product Specification	Term		Invoices / Late Payment		Scope and Goals / Specification		Performance / Guarantees/ Undertakings		Intellectual Property	
11	Performance / Guarantees /Undertakings	Intellectual Property		Indemnification		Data Protection / Security / Cybersecurity		Liquidated Damages		Confidential Information / Non disclosure	
12	Termination	Performance / Guarantees / Undertakings		Termination		Responsibilities of the Parties		Service Levels		Term	
13	Dispute Resolution	Information Access and Management		Insurance		Insurance		Data Protection / Security / Cybersecurity		Delivery / Acceptance	
14	Data Protection / Security / Cybersecurity	Warranty		Dispute Resolution		Invoices / Late Payment		Regulatory compliance		Responsibilities of the Parties	
15	Warranty	Scope and Goals / Specification		Term		Regulatory compliance		Invoices / Late Payment		Product Specification	

Oil/Gas/Minerals/ Utilities	Public Sector/ Government	Services/Outsourcing/ Consulting	Technology/ Software	Telecommunications	Transportation/ Logistics
Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability	Limitation of Liability
Price / Charge / Price Changes	Indemnification	Termination	Indemnification	Service Levels	Indemnification
Warranty	Scope and Goals / Specification	Indemnification	Intellectual Property	Termination	Price / Charge / Price Changes
Indemnification	Service Levels	Service Levels	Price / Charge / Price Changes	Liquidated Damages	Performance / Guarantees / Undertakings
Performance / Guarantees / Undertakings	Insurance	Price / Charge / Price Changes	Delivery / Acceptance	Invoices / Late Payment	Liquidated Damages
Liquidated Damages	Delivery / Acceptance	Scope and Goals / Specification	Service Levels	Price / Charge / Price Changes	Invoices / Late Payment
Data Protection / Security/Cybersecurity	Intellectual Property	Intellectual Property	Warranty	Indemnification	Termination
Scope and Goals / Specification	Price / Charge / Price Changes	Performance / Guarantees / Undertakings	Scope and Goals / Specification	Scope and Goals / Specification	Insurance
Responsibilities of the Parties	Responsibilities of the Parties	Responsibilities of the Parties	Data Protection / Security / Cybersecurity	Payment	Data Protection / Security / Cybersecurity
Delivery / Acceptance	Confidential Information / Non disclosure	Payment	Termination	Warranty	Payment
Invoices / Late Payment	Termination	Data Protection / Security / Cybersecurity	Payment	Delivery / Acceptance	Service Levels
Termination	Communications and Reporting	Liquidated Damages	Performance / Guarantees / Undertakings	Responsibilities of the Parties	Responsibilities of the Parties
Insurance	Performance / Guarantees / Undertakings	Delivery / Acceptance	Invoices / Late Payment	Performance / Guarantees / Undertakings	Scope and Goals / Specification
Intellectual Property	Regulatory compliance	Term	Liquidated Damages	Intellectual Property	Term
Payment	Invoices / Late Payment	Warranty	Responsibilities of the Parties	Data Protection / Security / Cybersecurity	Warranty

	Aerospace/Defense	Banking/Insurance / Financial	Engineering/Construction /Real Estate	Healthcare/ Pharma/Chemicals	Legal	Manufacturing/ Processing
16	Insurance	Payment	Change Management	Delivery / Acceptance	Confidential Information / Non disclosure	Invoices / Late Payment
17	Confidential Information / Non disclosure	Liquidated Damages	Product Specification	Service Levels	Scope and Goals / Specification	Data Protection / Security / Cybersecurity
18	Invoices / Late Payment	Audits / Benchmarking	Force Majeure	Term	Term	Service Levels
19	Regulatory compliance	Delivery / Acceptance	Intellectual Property	Product Specification	Insurance	Insurance
20	Export / Import Regulations	Business Continuity / Disaster Recovery	Confidential Information / Non disclosure	Liquidated Damages	Rights of Use	Regulatory compliance
21	Term	Rights of Use	Regulatory compliance	Information Access and Management	Information Access and Management	Dispute Resolution
22	Rights of Use	Communications and Reporting	Rights of Use	Communications and Reporting	Dispute Resolution	Freight / Shipping
23	Communications and Reporting	Invoices / Late Payment	Communications and Reporting	Applicable law / Jurisdiction	Product Specification	Product or Service Withdrawal
24	Change Management	Product Specification	Service Levels	Dispute Resolution	Non-Solicitation of Employees	Information Access and Management
25	Force Majeure	Insurance	Entirety of Agreement	Product or Service Withdrawal	Assignment / Transfer	Force Majeure
26	Service Levels	Change Management	Freight / Shipping	Rights of Use	Applicable law / Jurisdiction	Applicable law / Jurisdiction
27	Information Access and Management	Dispute Resolution	Product Substitution	Audits / Benchmarking	Product or Service Withdrawal	Change Management
28	Freight / Shipping	Product or Service Withdrawal	Data Protection / Security / Cybersecurity	Product Substitution	Force Majeure	Audits / Benchmarking
29	Product Substitution	Business Continuity / Disaster Recovery	Information Access and Management	Business Continuity / Disaster Recovery	Business Continuity / Disaster Recovery	Product Substitution
30	Business Continuity / Disaster Recovery	Assignment / Transfer	Product or Service Withdrawal	Assignment / Transfer	Assignment / Transfer	Business Continuity / Disaster Recovery

Oil/Gas/Minerals/ Utilities	Public Sector/ Government	Services/Outsourcing/ Consulting	Technology/ Software	Telecommunications	Transportation/ Logistics
Dispute Resolution	Warranty	Invoices / Late Payment	Confidential Information / Non disclosure	Term	Delivery / Acceptance
Product Specification	Payment	Confidential Information / Non disclosure	Information Access and Management	Product Specification	Product Specification
Term	Term	Rights of Use	Term	Rights of Use	Confidential Information / Non disclosure
Confidential Information / Non disclosure	Information Access and Management	Audits / Benchmarking	Rights of Use	Information Access and Management	Intellectual Property
Service Levels	Data Protection / Security / Cybersecurity	Regulatory compliance	Regulatory compliance	Product or Service Withdrawal	Dispute Resolution
Force Majeure	Product Specification	Insurance	Insurance	Regulatory compliance	Force Majeure
Change Management	Liquidated Damages	Information Access and Management	Audits / Benchmarking	Confidential Information / Non disclosure	Information Access and Management
Regulatory compliance	Dispute Resolution	Dispute Resolution	Product Specification	Dispute Resolution	Change Management
Communications and Reporting	Rights of Use	Change Management	Product or Service Withdrawal	Insurance	Regulatory compliance
Information Access and Management	Change Management	Business Continuity / Disaster Recovery	Change Management	Change Management	Product or Service Withdrawal
Rights of Use	Entirety of Agreement	Non-Solicitation of Employees	Communications and Reporting	Most Favored Client	Communications and Reporting
Product or Service Withdrawal	Business Continuity / Disaster Recovery	Communications and Reporting	Business Continuity / Disaster Recovery	Communications and Reporting	Audits / Benchmarking
Audits / Benchmarking	Audits / Benchmarking	Assignment / Transfer	Dispute Resolution	Product Substitution	Most Favored Client
Entirety of Agreement	Force Majeure	Product Substitution	Product Substitution	Product Substitution	Business Continuity / Disaster Recovery
Freight / Shipping	Product Substitution	Applicable law / Jurisdiction	Applicable law / Jurisdiction	Applicable law / Jurisdiction	Assignment / Transfer

[illegible]

[illegible]

[illegible]

Who we are

IACCM is dedicated to raising individual, organizational and institutional capabilities in contracting and commercial management. It provides research, learning, certification and benchmarking to a worldwide, cross-industry audience of practitioners and executives.

Contact Us

IACCM

90 Grove Street, Ridgefield, CT 06877, USA
118 Pall Mall, London, SW1Y 5EA UK

(US) + 1 203 431 8741

(UK) +44 (0)2070 962 862

info@iaccm.com

www.iaccm.com

