

CBS



**COPENHAGEN
BUSINESS SCHOOL**

HANDELSHØJSKOLEN

Købers retsstilling ved virksomhedsoverdragelser

Samspillet mellem købers undersøgelsespligt i henhold til købelovens § 47 og sælgers loyale oplysningspligt i et obligationsretligt perspektiv



Jonas Brandt (103213)

Kandidatafhandling på cand.merc.(jur.)

Den 15. maj 2020

Vejledere:

Henrik Ejsbøl & Nicolai Christian Baaring

Sider / anslag:

63 / 136.152

Abstract

Mergers and acquisitions have received increased public attention over the years in Denmark. Despite increased popularity, however, uncertainties regarding the legal position for company buyers remain in Danish law. These uncertainties arise as a result of the caveat emptor principle in the Danish Act on Sale of Goods § 47. According to the principle, the responsibility for potential defects in the target company lies with the buyer, unless the seller has acted fraudulently. The thesis seeks, therefore, to identify current law by using the judicial dogmatic method. The caveat emptor principle is analyzed and compared with seller's loyal obligation to inform the buyer about the target company.

In relation to mergers and acquisitions, a conflict of interests exists, as neither the buyer nor the seller have an incentive to carry the responsibility for potential defects in the target company. By use of economic theory, the thesis seek to clarify how this conflict of interests can be solved. Results are that Kaldor-Hicks efficiency can be reached if the seller provides a warranty and thereby carry objective liability for any potential defects in the target company.

In order to reduce transaction costs for the buyer, the thesis recommends buyers to invest in a red flag due diligence investigation of the target company early in the process. This gives the buyer a more informative basis for the decision ex ante, which strengthens his negotiation position.

Tak

Jeg vil gerne takke mine vejledere Henrik Ejsbøl og Nicolai Christian Baaring for uvurderlig rådgivning under mit specialeforløb. På trods af besværlige omstændigheder formåede Henrik og Nicolai at give mig en yderst brugbar og kyndig vejledning.

Indhold

Tabeller	v
Figurer	vi
1 Introduktion	1
1.1 Indledning og problemformulering	1
1.2 Synsvinkel	2
1.3 Case-studie	2
1.4 Afgrænsning	3
1.5 Struktur	3
1.6 Metode og teori	4
1.6.1 Juridisk metode	4
1.6.2 Økonomisk metode og teori	6
2 Virksomhedsoverdragelser i obligationsretten	9
2.1 Kapitaloverdragelse	10
2.2 Substansoverdragelse	11
3 Risikoen for mangler ved virksomhedskøb	14
3.1 Kriterierne for mangler	15
3.1.1 Genstanden svarer ikke til den betegnelse, hvorunder den er solgt .	16
3.1.2 Sælgeren har forsømt at give køberen oplysning om forhold	16
3.1.3 Genstanden er af ringere beskaffenhed eller brugbarhed	17
3.2 Købers undersøgelsespligt	18
3.2.1 Før køkets afslutning	19
3.2.2 Uden skellig grund	19
3.2.3 Sælgers opfordring	22
3.2.4 Mangler, der burde være opdaget	22
3.2.5 Sælger har handlet svigagtigt	24
3.3 Sælgers loyale oplysningspligt	25

3.3.1	Garantier	27
3.3.2	Erklæringer	28
3.4	Samspelet mellem købers undersøgelsespligt og sælgers loyale oplysningspligt	29
3.4.1	Sælgers garantier og indeståelser	29
3.4.2	Parternes sagkundskab om salgsgenstanden	30
3.4.3	Sælgers svig	31
3.4.4	Sælgers loyale oplysningspligt	32
3.5	Delkonklusion	33
4	Incitamentet til afdækning og allokering af risici	35
4.1	Afholdelse af transaktionsomkostninger	35
4.1.1	Søgen på målvirksomhed	36
4.1.2	Forhandling af vilkår	37
4.2	Asymmetrisk information	39
4.3	Spilteoretisk analyse	41
4.3.1	Non-kooperativt spil med komplet viden	41
4.3.2	Non-kooperativt spil med begrænset information	45
4.3.3	Kooperativt spil	47
4.4	Delkonklusion	48
5	Købers afdækning af risici	49
5.1	Due diligence-undersøgelsen	49
5.1.1	Krav til omfanget af købers undersøgelse	49
5.1.2	Optimering af due diligence-processen	50
5.1.3	Red flag due diligence	52
5.2	Forhandling af ansvar	54
5.2.1	Sælgers garantier	54
5.2.2	Strategisk risikodeling	55
5.3	Delkonklusion	56
6	Konklusion	57
	Litteratur	59
	Retskilder	61

Tabeller

4.1	Prisoner's dilemma	42
4.2	Sælgers og købers spilmatrix	43
4.3	Sælgers og købers spilmatrix med imperfekt viden for køber	43
5.1	Købers økonomiske gevinst ved forskellige omfang af due dilligence	52

Figurer

2.1	Kapitaloverdragelse	11
2.2	Substansoverdragelse	12
4.1	Købers beslutningsmodel i fase 1	37
4.2	Sælgers incitament til afgivelse af informationer	40
4.3	Sælgers garanti og købers due diligence i ekstensiv form	44
4.4	Krav til sælgers garanti og købers due diligence i ekstensiv form	44
4.5	Spil med asymmetrisk information og 'signaling'	45
4.6	Spil med betinget information og 'signaling'	46
5.1	Sammenhæng mellem omfang af due diligence og forventet værdi af målvirkomhed	51
5.2	Sammenhæng mellem omfang af due diligence og forventet ge- vinst/omkostninger	52
5.3	Sammenhæng mellem omfang af due diligence og nettogevinst	53
5.4	Spil med mindsket risiko for mangler	55

Kapitel 1

Introduktion

1.1 Indledning og problemformulering

En virksomhed er en dynamisk enhed som konstant er i forandring for at tilgodese dens interessenter. Denne forandring kan være knyttet til både virksomhedens aktivitet og dens ejerstruktur, som helt eller delvist kan forandres gennem en virksomhedsoverdragelse. Virksomhedsoverdragelser har i årenes løb opnået stor popularitet, hvilket har resulteret i, at der alene i Danmark fra 2016 til 2019 er foretaget i alt 476 kapitaloverdragelser og 178 substansoverdragelser.¹

Danske virksomhedsoverdragelser er i høj grad inspireret af amerikanske M&A-transaktioner med visse modifikationer, hvorunder særligt ansvarsreguleringen i dansk ret afviger fra den internationale norm. Til forskel fra den internationale norm er sælgers ansvar i dansk ret deklaratorisk og baseret på culpanormen samt købers kendskab til nærmere bestemte forhold ved målvirksomheden.² Når en køber ønsker at erhverve en virksomhed, vil samspillet mellem hans undersøgelsespligt i henhold til købelovens § 47, også kendetegnet som caveat emptor-princippet, og sælgerens loyale oplysningspligt spille en væsentlig rolle ved vurderingen af køberens forventede kendskab til målvirksomheden.

I forbindelse med købers undersøgelse af målvirksomheden opstår typisk en interessekonflikt. Dette skyldes at køber, for at afdække eventuelle risici, har interesse i at søge flest mulige informationer om målvirksomheden for at opnå et forbedret beslutningsgrundlag. Sælger har derimod en interesse i at tilbageholde oplysninger om målvirksomheden for eksempelvis at undgå overgivelse af informationer, som vil hæmme målvirksomhedens

¹MarketLine (2020), Dataudtræk af 'Acquisition' og 'Asset Transaction' fra den 10-05-2020.

²Hansen, J., & Lundgren, C. (2019). Køb og salg af virksomheder (6. udgave, 1. oplag ed.). København: Djøf Forlag, s. 38

konkurreceevne i tilfælde af at købet ikke gennemføres.³ Sælgers tilbageholdenhed med afgivelse af oplysninger om målvirksomheden er særlig problematisk når der er tale om usagkyndige købere, da disse købere ikke nødvendigvis har tilstrækkeligt kendskab til målvirksomheden til at foretage en egentlig vurdering af dens værdi.⁴ Dette resulterer ofte i, at virksomhedskøbere er uopmærksomme på væsentlige mangler i målvirksomheden inden afgivelse af købstilbud, og at disse mangler derfor først opdages efterfølgende.

Ved gennemførelse af et virksomhedskøb er det en basal forudsætning, at både køber og sælger vurderer, at de hver især opnår en fordel ved at gennemføre transaktionen end ved undladelse heraf.⁵ Undersøgelser har dog vist, at køber i op til to tredjedele af alle virksomhedskøb ikke opnår de mål, der var tilsigtet med virksomhedskøbet.⁶ Disse teoretiske interessekonflikter og den empiriske erkendelse af at køber ofte ikke opnår de tilsigtede mål med et virksomhedskøb leder mig til denne afhandlings problemformulering:

Hvorledes har caveat emptor-princippet i købelovens § 47, sammenholdt med sælgers loyale oplysningspligt, betydning for ansvaret for eventuelle mangler ved en købers erhvervelse af en virksomhed?

Hvordan kan parternes incitamentener til allokering af kommercielle risici forklare et inefficiënt resultat i ligevægt?

Hvordan bør køber agere for at begrænse risikoen for, at virksomhedskøbet ikke opnår de tilsigtede mål?

1.2 Synsvinkel

Afhandlingen tager udgangspunkt i købers synsvinkel. Denne tilgang skyldes at lovgivningen som udgangspunkt pålægger risikoen for mangler ved virksomhedsoverdragelse hos køber. Afhandlingen søger derfor at optimere købers risikoafdækning, således at køber med færrest mulige omkostninger minimerer kommercielle risici ved erhvervelse af en virksomhed.

1.3 Case-studie

I afhandlingen opstilles et scenarie, hvor et selskab ønsker at erhverve en virksomhed med henblik på at opnå en økonomisk gevinst. Formålet med opstilling af et sådan case-studie er at påvise, hvordan problemstillingen ved virksomhedskøb finder sted i praksis, og

³Hansen og Lundgren (2019, s. 249)

⁴Hansen og Lundgren (2019, s. 251)

⁵Hansen og Lundgren (2019, s. 33)

⁶Hansen og Lundgren (2019, s. 717)

hvordan køber ud fra et teoretisk perspektiv bør agere ex ante ved erhvervelse af en virksomhed. I scenariet indgår selskabet Asics Danmark A/S som virksomhedskøber. Asics' produktportefølje består hovedsageligt af løbesko og løbetøj. I modsætning til selskabets konkurrenter har Asics ikke en teknologisk platform som et komplementært produkt til deres løbeudstyr, hvorfor en investering i en sådan platform kan styrke Asics' markedsposition på markedet for løbeudstyr. Formålet med virksomhedskøbet er således at opnå en langsigtet økonomisk gevinst gennem en styrket markedsposition. Sælger er i scenariet det hollandske selskab Under Armour Europe B.V., som ejer selskabet Endomondo ApS. Endomondo har udviklet en løbeapplikation af samme navn, som alene er selskabets primære aktivitet. Afhandlingen vil søge at fastlægge, hvordan Asics ved brug af færrest mulige transaktionsomkostninger sikrer at opnå de mål, der er tilsigtet med virksomhedskøbet.

1.4 Afgrænsning

Flere afgrænsninger gør sig gældende for denne afhandling. For det første er afhandlingen koncentreret om ex ante forhold ved virksomhedsoverdragelser, hvorfor der som udgangspunkt afgrænses fra ex post forhold. Hvis afhandlingen skulle forholde sig til ex post forhold, så ville eventuelle implikationer fjerne fokus fra omdrejningspunktet i problemstillingen. Der afgrænses derfor fra en nærmere analyse af købers misligholdelsesbeføjelser samt øvrige handlinger efter virksomhedsoverdragelsen, herunder integration og kontrol af målvirksomheden. For det andet anses en virksomhedsoverdragelse som enten en substans- eller kapitaloverdragelse. Afhandlingen afgrænser sig dermed fra alternative former for virksomhedsoverdragelser. Disse alternative former inkluderer blandt andet fusioner, spaltninger og joint ventures.

For det tredje så består afhandlingens centrale område i risikoallokeringen ved virksomhedsoverdragelser. For at undgå at fjerne fokus herfra må der i afhandlingen afgrænses fra øvrige væsentlige elementer i en virksomhedsoverdragelse. Da afhandlingens fokus er koncentreret om risikoallokeringen mellem køber og sælger, afgrænses der desuden fra forsikringsretlige aspekter ved inddragelse af en W&I-forsikring. Endeligt forholder afhandlingen sig kun til transaktioner omfattet af dansk lovgivning. Således afgrænses der fra den internationale købelov samt lovvalg og værneting. Dette skyldes særligt kompleksiteten ved internationale virksomhedsoverdragelsestransaktioner.

1.5 Struktur

Afhandlingen består af seks kapitler, som bidrager til besvarelse af problemstillingen. *Kapitel 1* præsenterer afhandlingens problemstilling, afgrænsning samt valg af metoder og

teorier til belysning af problemstillingen. *Kapitel 2* definerer retsgrundlaget og beskriver de to mest anvendte virksomhedsoverdragelsesmåder. *Kapitel 3* indeholder en retsdogmatisk analyse af købers undersøgelsespligt i forbindelse med virksomhedsoverdragelser. Undersøgelsespligten sammenholdes med sælgers loyale oplysningspligt. *Kapitel 4* består af en økonomisk analyse af parternes incitament til afholdelse af transaktionsomkostninger, samt en vurdering af hvordan disse omkostninger kan søges minimeret. *Kapitel 5* består af en analyse og vurdering af, hvordan køber bør agere under gældende ret for at begrænse sine transaktionsomkostninger samtidig med at risikoen for tab søges minimeret. *Kapitel 6* konkluderer.

1.6 Metode og teori

Den metodiske tilgang i afhandlingen tager afsæt i den erhvervsjuridiske metode, som gennem de sidste 30 år har været udsat for en del diskussion i den juridiske teori.⁷ Diskussionen skyldes den integrerede anvendelse af juridisk og økonomisk metode i forhold til virksomhedsstyring og lovforbedringsanalyser, der nogle gange betegnes som den erhvervsjuridiske metode.⁸ Den erhvervsjuridiske metode har til formål at forebygge eller minimere risici for juridiske konflikter ved at integrere den retsdogmatiske metode med økonomi for derved at kunne vælge en økonomisk hensigtsmæssig juridisk virksomhedsadfærd. Den erhvervsjuridiske metode karakteriseres derfor som en erhvervsorienteret anvendelse af den traditionelle juridiske metode i samspil med økonomi.⁹

1.6.1 Juridisk metode

Den juridiske metode udspringer af retsvidenskaben, der omfatter en række begreber, som er kendetegnet inden for den juridiske metode, herunder retskildelæren, retsdogmatikken, retspolitikken, retshistorie og komparativ ret. Retsvidenskaben omfatter i snæver forstand primært retsdogmatikken.¹⁰ Den juridiske del af afhandlingen behandles gennem en undersøgelse og fastlæggelse af gældende ret, hvortil den retsdogmatiske metode anvendes.

Den retsdogmatiske metode

I den retsdogmatiske metode analyseres, beskrives og fortolkes retskilderne for at komme frem til en retssætning om gældende ret. Retsdogmatikken har således til formål at be-

⁷Tvarnø, C. D., & Nielsen, R. (2017). *Retskilder og retsteorier* (5. udgave, 1. oplag ed.). København: Djøf Forlag, s. 444

⁸Tvarnø og Nielsen (2017, s. 444)

⁹Østergaard (2003). Metode på cand.merc.jur studiet. I *Julebog 2003*. København: Djøf Forlag, s. 269-285

¹⁰Tvarnø og Nielsen (2017, s. 29)

skrive gældende ret og fortolke den både på et generelt og et konkret plan.¹¹ For at en retsdogmatisk analyse kan anses som værende valid, er det et krav, at den juridiske metode følges.¹² Den retsdogmatiske analyse har til formål at finde retsfølgen, hvilket sker ved at søge hjemmel i retskilderne. For at finde private parters retsstilling undersøges det, hvorvidt der er hjemmel til den pågældende retsfølge.¹³ Afhandlingen vil således ved behandling af de juridiske retskilder, der regulerer forholdet mellem caveat emptor-princippet og sælgers loyale oplysningspligt, finde retsfølgen ved virksomhedsoverdragelser i dansk ret.

Retskildelæren

Retskilderne i dansk ret består af regulering, retspraksis, retssædvaner og forholdets natur.¹⁴ I retskildelæren er der som udgangspunkt ikke rangorden mellem retskilderne ”regulering” og ”retspraksis”, hvilket betyder at retskilderne tillægges samme værdi. Dog findes der et reguleringshierarki grundet lex superior-princippet,¹⁵ som betyder at grundloven har forrang for almindelige love, almindelige love har forrang for bekendtgørelser, osv.

Retskilden *regulering* tager i afhandlingen udgangspunkt i en objektiv fortolkning af caveat emptor-princippet i købelovens § 47, som er det retlige udgangspunkt for købers undersøgelsespligt. Denne bestemmelse sammenholdes med princippet i købelovens § 76, stk. 1, nr. 3, som er et udtryk for sælgerens loyale oplysningspligt.

Retspraksis består i afhandlingen af relevante domme, der vedrører det retlige krav til omfanget af købers undersøgelsespligt, sammenholdt med rækkevidden for sælgers loyale oplysningspligt. Inden for domstolene eksisterer der et hierarki, som har stor betydning for retskildeværdien af dommene. Det er typisk kun domme fra de øverste domstole, der tildeles præjudikatværdi,¹⁶ hvilket er årsagen til, at afhandlingen udelukkende anvender domme fra de to landsretter og Højesteret. Præjudikater udledes af foregående retsafgørelser af samme eller tilsvarende spørgsmål, og anvendes af domstolene som en procesbesparende måde at behandle sager af lignende karakter.¹⁷

Retssædvaner er defineret ved en handlemåde, der er blevet fulgt almindeligt, stadigt og længe ud fra en følelse af retlig forpligtelse.¹⁸ Selvom caveat emptor-princippet i

¹¹Tvarnø og Nielsen (2017, s. 29)

¹²Tvarnø og Nielsen (2017, s. 30)

¹³Andersen (2002). Ret og metode (1. udgave, 1. oplag). København: Gjellerup, s. 67-69

¹⁴Tvarnø og Nielsen (2017, s. 33)

¹⁵Tvarnø og Nielsen (2017, s. 234)

¹⁶Tvarnø og Nielsen (2017, s. 142)

¹⁷Tvarnø og Nielsen (2017, s. 144)

¹⁸Tvarnø og Nielsen (2017, s. 168)

købelovens § 47 ikke pålægger køber en egentlig pligt til at foretage en due diligenceundersøgelse, så vil afhandlingen tage stilling til, om princippet kan være genstand for en retssædvane, når der er tale om virksomhedsoverdragelser. Ligeledes vil afhandlingen tage stilling til, om sælgers loyale oplysningspligt kan udgøre en retssædvane på området.

Forholdets natur er en samlebetegnelse for forskellige hensyn og principper af ubestemt karakter. Retskilden går ud på, at dommere og andre retsanvendere lader sig motivere af friere overvejelser ud fra den juridiske kulturtradition.¹⁹ Denne afhandling har undladt anvendelse af forholdets natur.

Fortolkning

Den juridiske analyse vil tage udgangspunkt i en objektiv fortolkning af den danske lovgivning. Udgangspunktet for objektiv fortolkning består af en ordlydsfortolkning, hvor formålet er at finde ordenes juridiske mening generelt eller om et konkret forhold.²⁰ Da lovgivningen i sin objektive form ikke kan anvendes til at afklare det konkrete juridiske spørgsmål som afhandlingen søger at afklare, er det nødvendigt at foretage en subjektiv fortolkning, hvortil forarbejderne til lovgivningen må inddrages.²¹ I dansk domstolpraksis henvises ofte til forarbejder i dommenes præmisser.²² Når domstolene træffer afgørelse, så kan disse afgørelser tildeles præjudikater. Som retskilde er præjudikater de regler, der kan udledes af foregående retsafgørelser af de samme eller tilsvarende spørgsmål.²³ Der vil derfor i afhandlingen blive inddraget en række relevante domme med sager af lignende karakter, hvis præmisser danner grundlag for en subjektiv fortolkning til belysning af gældende ret inden for den konkrete problemstilling.

1.6.2 Økonomisk metode og teori

Den økonomiske analyse foretages ud fra den deduktive metode, hvor eksisterende teorier anvendes til at forklare et empirisk problem. Der tages således udgangspunkt i nogle bestemte præmisser med henblik på at nå frem til en bestemt konklusion. Logikken tilbyder en række slutningsregler som sikrer, at såfremt præmisserne er sande, så må konklusionen også være sand.²⁴

Der sondres i den økonomiske teori mellem den neoklassiske og den nyinstitutionelle teori. I den neoklassiske teori tages der udgangspunkt i en profitmaksimerende virksomhed

¹⁹Tvarnø og Nielsen (2017, s. 192)

²⁰Tvarnø og Nielsen (2017, s. 220)

²¹Tvarnø og Nielsen (2017, s. 69)

²²Tvarnø og Nielsen (2017, s. 244)

²³Tvarnø og Nielsen (2017, s. 141)

²⁴Knudsen (1994). Økonomisk metodologi bind 1 (2. udgave, 5. oplag). København: Djøf Forlag, s. 58

under forudsætning af, at der eksisterer perfekt information, perfekte markeder, virksomhedernes beslutninger kan analyseres uafhængigt af hinanden, produktet på markedet er homogent, antallet af sælgere er stort, og der er fri exit fra og entry til den pågældende branche. Derudover antages virksomheden at have fuldkommen viden om de teknologiske, og hermed de omkostningsmæssige forhold, som den opererer under.²⁵

I den nyinstitutionelle teori antages parterne at være begrænset rationelle. Modsat den neoklassiske teori, så eksisterer der i den nyinstitutionelle teori imperfekt og asymmetrisk information. Den nyinstitutionelle teori tager desuden højde for, at der eksisterer transaktionsomkostninger.²⁶ Den nyinstitutionelle teori er særligt relevant for afhandlingen, eftersom det ikke kan udelukkes, at der i forbindelse med virksomhedsoverdragelser eksisterer asymmetrisk information, og at parterne er begrænset rationelle. Den asymmetriske information er en væsentlig problematik i forhold til problemstillingen i afhandlingen, da sælger ofte besidder mere information om målvirksomheden end køber, og dermed har bedre forudsætninger for at handle opportunistisk.

Transaktionsomkostningsteori

Transaktionsomkostningsteorien adskiller sig som nyinstitutionel retning fra den neoklassiske teori ved ikke at tage udgangspunkt i systemer med stabile og paretooptimale ligevægtstilstande.²⁷ I ”Markets and Hierarchies” argumenterede Williamson for, at de adfærdsmæssige betingelser for eksistensen af transaktionsomkostninger var antagelserne om, at økonomiske agenter er begrænset rationelle og opportunistiske. Antagelsen om, at agenterne er opportunistiske forudsætter, at der foreligger asymmetrisk information.²⁸

Transaktionsvilkårene antages at variere ud fra flere dimensioner, hvor særligt graden af usikkerhed er relevant, når der er tale om en virksomhedsoverdragelse. Graden af usikkerhed må antages at være høj, når der foreligger asymmetrisk information, set i lyset af aktørernes begrænsede rationalitet. Isoleret set behøver det dog ikke at skabe noget problem, såfremt der udvikles sociale regler, eksempelvis ved brug af lovgivningsværktøjer. Er aktørerne opportunistiske og underlagt en vis usikkerhed, så vil det være muligt at bryde indgåede aftaler samtidig med at man kan tilsløre dette med misvisende eller direkte usand information. Opportunismeantagelsen medfører derfor adfærdsmæssig usikkerhed, fordi det ikke kan forventes at agenterne overholder spillets regler.²⁹ I afhandlingen anvendes transaktionsomkostningsteorien til at forklare parternes incitamentsstrukturer samt

²⁵Knudsen, C. (1997). Økonomisk metodologi bind 2 (2. udgave, 1. oplag). København: Djøf Forlag, s. 56

²⁶Knudsen (1997, s. 213)

²⁷Knudsen (1997, s. 210)

²⁸Knudsen (1997, s. 213)

²⁹Knudsen (1997, s. 216)

afklare, hvordan køber med afholdelse af færrest mulige omkostninger kan begrænse kommercielle risici ved virksomhedsoverdragelser.

Principal-agentteori

Inden for principal-agentteorien har man interesseret sig for situationer, hvor der eksisterer asymmetrisk information mellem de økonomiske aktører. Man sondrer typisk mellem informationsproblemerne adverse selection og moral hazard, som begge er særligt kendt inden for forsikringsbranchen.³⁰ Da afhandlingen koncentrerer sig om ex ante forhold, analyseres udelukkende informationsproblemet adverse selection i relation til den asymmetriske information, der eksisterer ex ante ved virksomhedsoverdragelser. Det bemærkes, at principal-agentteorien ikke kan anvendes direkte til analyse af problemstillingen, hvorfor afhandlingen udelukkende vil tage afsæt i principperne fra teorien. Princippet om adverse selection fra principal-agentteorien bidrager til analysering af konsekvenserne ved opportunistisk adfærd. Der sondres i afhandlingen ikke mellem en principal og en agent, men snarere en part, som har mere information end den anden part. Dermed har parten med mest information mulighed for at handle opportunistisk som følge af informationsproblemet.

Spilteori

Den neoklassiske teori er siden 1980'erne blevet opslugt af spilteorien, som nu har opnået en central placering som hovedparadigmet inden for industriøkonomien.³¹ Spilteorien opstiller strategiske rationalitetsmodeller, som er kendetegnet ved, at agenternes beslutninger er afhængige af, hvilke beslutninger andre agenter i det pågældende interaktionssystem træffer.³² I afhandlingen anvendes spilteorien som analyseredskab til at vurdere, hvordan en virksomhedsoverdragelse vil kunne gennemføres med færrest mulige omkostninger med henblik på at opnå et Kaldor-Hicks efficient resultat. Det antages, at køber og sælger hver har to strategier, og at begge parter handler i egen interesse.

³⁰Knudsen (1997, s. 165)

³¹Knudsen (1997, s. 81)

³²Knudsen (1997, s. 89)

Kapitel 2

Virksomhedsoverdragelser i obligationsretten

Ved en virksomhedsoverdragelse forstås en transaktion, hvorved et selskab eller en anden funktionel enhed overføres fra én ejer til en anden ejer. En virksomhedsoverdragelse er et obligationsretligt køb,¹ hvilket betyder at de obligationsretlige principper finder anvendelse for transaktionen.

Som udgangspunkt vil overdragelsen af en betydelig del af målvirksomhedens aktiver isoleret set være underlagt købelovens bestemmelser. I litteraturen tages som regel afsæt i en opfattelse af, at købelovens anvendelse på virksomhedskøb bør analyseres ud fra en enhedsbetragtning, hvormed virksomhedsoverdragelsen anskues som en overdragelse af en sammenhængende funktionel enhed, der udgør den overdragne virksomhed.² Højesterets præmisser i sagen HRT 1948.75³ synes desuden at støtte synspunktet om, at en virksomhed skal anses som en sammenhængende enhed.

Normalt vil man alene tale om en virksomhedsoverdragelse, såfremt overdragelsen medfører ændringer i kontrollen med målvirksomheden.⁴ Køb af minoritetskapitalposter falder uden for begrebet virksomhedsoverdragelse, og vil derfor ikke blive betragtet yderligere i afhandlingen. Der tages i de følgende afsnit udgangspunkt i, at sælger er ene-ejer af målvirksomheden og at køber søger enekontrol med målvirksomheden.

En virksomhed kan overdrages på flere forskellige måder. De to mest anvendte overdragelsesmåder er kendt som overdragelse af kapitalandele og substansoverdragelse.⁵ Disse er

¹Hansen og Lundgren (2019, s. 29)

²Hansen og Lundgren (2019, s. 283)

³Delvist optrykt i UfR 1949.370 H, Højesterets Dom af 28. januar 1949.

⁴Hansen og Lundgren (2019, s. 29)

⁵Hansen og Lundgren (2019, s. 67)

beskrevet yderligere i de to følgende delafsnit. Blandt alternative overdragelsesmåder kan blandt andet nævnes fusioner, spaltninger og joint ventures. Valget af overdragelsesmåden afhænger af, hvilke parter der indgår i transaktionen og hvad deres formål er. Overdragelsesmåden har blandt andet betydning for, hvad der konkret overdrages, hvordan køber bør orientere sig i forhold til sin due diligence-undersøgelse, samt hvilke forhold sælger skal oplyse om i henhold til sin loyale oplysningspligt.

2.1 Kapitaloverdragelse

Af købelovens § 1 a fremgår det, at loven omfatter alle køb, bortset fra køb af fast ejendom og internationale køb, hvilket må betyde at købeloven udgør *lex specialis* for virksomhedsoverdragelser.

§ 1 a. ”Loven gælder for alle køb, bortset fra køb af fast ejendom.”

Det skal i den forbindelse vurderes, om køb af kapitalandele er omfattet af købeloven, hvilket købelovens § 19 må antages at være udtryk for.⁶

§ 19. ”Køb af aktie omfatter det udbytte...”

Ved en kapitaloverdragelse forstås en virksomhedsoverdragelse, hvor køber erhverver sælgers kapitalandele i målvirksomheden med henblik på at overtage kontrollen over virksomheden. En kapitalandel er i selskabslovens § 5, stk. 1, nr. 14, defineret som en aktie eller anpart.

§ 5, stk. 1, nr. 14) ”Kapitalandel: En aktie eller anpart, jf. §§ 45-49.”

Selskabslovens §§ 45-49 indeholder bestemmelser om kapitalandelenes rettigheder, herunder forvaltningsmæssige såvel som økonomiske rettigheder. I forhold til omsætteligheden af kapitalandele er udgangspunktet, at kapitalandele er frit omsættelige, jf. selskabslovens § 48, stk. 1, 1. pkt.

§ 48, stk. 1, 1. pkt. ”Kapitalandele er frit omsættelige og ikke indløselige, ...”

Udgangspunktet kan dog tilsidesættes, hvis andet følger af lovgivning eller af selskabets vedtægter, jf. § 48, stk. 1, 2. pkt. og § 48, stk. 2, 2. pkt. når kapitalandelene er udstedt på navn.

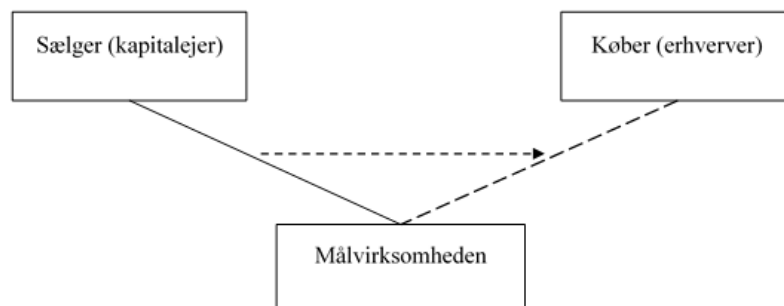
§ 48, stk. 1, 2. pkt. ”...medmindre andet følger af lovgivningen.”

⁶Hansen og Lundgren (2019, s. 284)

§ 48, stk. 2, 2. pkt. ”Vedtægterne kan i så fald fastsætte begrænsninger i omsætteligheden eller bestemmelser vedrørende indløsning.”

I de tilfælde, hvor der er tale om én kapitalejer, vil en vedtægtsmæssig begrænsning synes meningsløs, da den blot vil indskrænke denne ene kapitalejers ret til at afhænde sine kapitalandele. Når en kapitalejer ønsker at afhænde sine kapitalandele til en anden part, sker der et ejerskifte af virksomheden. Denne transaktion betegnes som en kapitaloverdragelse, hvor køber erhverver sælgers kapitalandele i målvirksomheden.

Figur 2.1 illustrerer købers erhvervelse af kapitalandele i målvirksomheden. Inden overdragelsen ejer sælger samtlige kapitalandele, repræsenteret ved den uafbrudte linje mellem sælger og målvirksomheden. Den stiplede linje mellem køber og målvirksomheden repræsenterer blot købers interesse i målvirksomheden, mens den stiplede pil illustrerer den påtænkte overdragelse af kapitalandele. Købers erhvervelse af samtlige kapitalandele i målvirksomheden giver køber kontrollen over målvirksomheden. Når køber har opnået fuldt ejerskab over målvirksomheden, kan køber beslutte at anvende målvirksomhedens aktiver til de formål som køber ønsker, dog under iagttagelse af øvrig gældende lovgivning.



Figur 2.1: Kapitaloverdragelse

I forhold til afhandlingens case-studie vil en kapitaloverdragelse betyde, at Asics A/S som køber har mulighed for at gøre brug af løbeapplikationen som datterselskab eller ved integration af virksomheden Endomondo ApS. Integration af målvirksomheden kan eksempelvis ske ved, at der foretages en lodret fusion, hvor Endomondo ApS påtænkes at være det ophørende selskab, mens Asics A/S, som efter gennemførelse af transaktionen er moderselskab, vil være det fortsættende selskab.

2.2 Substansoverdragelse

En substansoverdragelse adskiller sig fra en kapitaloverdragelse ved, at salgsgenstanden består af et eller flere aktiver i målvirksomheden, og altså ikke kapitalandelene i selskabet. Hovedparten af de aktiver, der overdrages, vil isoleret set være omfattet af købeloven.

Udgangspunktet må dog modificeres, da der ofte ved virksomhedsoverdragelser sker overdragelse af andre aktiver, som ikke er omfattet af købeloven, herunder blandt andet fast ejendom, jf. købelovens § 1 a. Med støtte fra Højesterets dom i HRT 1948.75⁷ må det antages, at man bør vurdere hele virksomhedsoverdragelsen med udgangspunkt i købelovens bestemmelser, da virksomhedskøbet må anses som en funktionel enhed bestående af en flerhed af aktiver.⁸

Da salgsgenstanden består af aktiver i målvirksomheden, så vil sælger af aktiverne som udgangspunkt være selskabet selv, og dermed ikke kapitalejeren. Dermed kan et salg af selskabets aktiver gennemføres af selskabets centrale ledelsesorgan uden forelæggelse for generalforsamlingen. Dog kan en sådan beslutning, hvis dens væsentlighed taler herfor, kræves forelagt og vedtaget på generalforsamlingen, hvilket giver kapitalejerne mulighed for at træffe beslutningen.⁹

Figur 2.2 illustrerer købers erhvervelse af et specifikt aktiv mod betaling herfor til målvirksomheden. Kapitalejeren har som udgangspunkt ikke indflydelse på salget af aktivet, medmindre aktivets væsentlighed for selskabets fremtidige drift taler herfor. Den stiplede linje fra kapitalejer til målvirksomheden illustrerer kapitalejerens beslutningskompetence, når aktivets væsentlighed taler herfor. Målvirksomhedens egen beslutningskompetence er illustreret ved en uafbrudt linje mellem målvirksomheden og målvirksomhedens aktiv. Den stiplede pil fra køber til målvirksomheden illustrerer pengeydelsen, som køber betaler for at modtage målvirksomhedens aktiv. Overdragelsen af målvirksomhedens aktiv er derimod repræsenteret ved den stiplede pil fra aktiv til køber.



Figur 2.2: Substansoverdragelse

⁷Delvist optrykt i UfR 1949.370 H.

⁸Hansen og Lundgren (2019, s. 286)

⁹Hansen og Lundgren (2019, s. 96)

I forhold til salget af løbeapplikationen Endomondo, så synes beslutningen at være væsentlig, såfremt applikationen udgør størstedelen af selskabets aktiver, hvormed et salg af aktivet vil kunne medføre en tilnærmelsesvis likvidation af selskabet. Da der i praksis er en del usikkerhed om problematikken ved ledelsens beslutningskompetence,¹⁰ så vil sådanne beslutninger ofte forelægges på generalforsamlingen, uanset om dette er påkrævet. I det konkrete scenarie udgør løbeapplikationen Endomondo en stor del af selskabets aktiver, hvilket understøtter synspunktet om, at beslutningskompetencen om salget bør henhøre under generalforsamlingen.

¹⁰UfR 1936.35 H, Aktieselskabet Assens Bymejeri og Mælkeforsyning mod Direktør J. J. Søgaard, Højesterets Dom af 18. november 1935 og UfR 1943.448 Ø, Fru Dahlerup Berthelsen mod A/S Ny Kongensgade 15, Østre Landsrets Dom af 28. januar 1943.

Kapitel 3

Risikoen for mangler ved virksomhedskøb

Ved mangelsvurderingen i forbindelse med virksomhedsoverdragelser er det nødvendigt først og fremmest at tage stilling til, hvorledes virksomheden overdrages. I afhandlingen sondres der i mangelsvurderingen mellem tilfælde, hvor der er tale om henholdsvis substansoverdragelser og kapitaloverdragelser. Når der er tale om en substansoverdragelse, overdrages et aktiv fra målvirksomheden til køber. Mangelsbegrebet må i forbindelse med denne form for virksomhedsoverdragelse fortolkes bredt, således at afgrænsningen ikke alene dækker over tilfældet, hvor aktivet er fejlbehæftet. Mangler ved aktivet må med den brede fortolkning forstås ved, at det pågældende aktiv ikke lever op til det, som er aftalt mellem parterne.¹ Der er således tale om det traditionelle mangelsbegreb i obligationsretten.²

Mangelsbedømmelsen i forhold til kapitaloverdragelser adskiller sig fra substansoverdragelser ved at det overdragne alene består af kapitalandele i målvirksomheden og dermed ikke et specifikt aktiv. Af den årsag er udgangspunktet, at der ikke kan foreligge faktiske mangler, men derimod retlige mangler. Udgangspunktet kan dog ikke tiltrædes, når der er tale om større kapitalposter, da de overdragne kapitalandele reelt omfatter nogle bagvedliggende aktiver og passiver.³ Af den årsag må der foretages en mangelsvurdering af de bagvedliggende aktiviteter, aktiver og passiver.⁴ En reduceret værdi af de bagvedliggende aktiver og passiver vurderes i praksis at have en negativ indvirkning på værdien af

¹Hansen og Lundgren (2019, s. 281)

²Andersen, M. B., & Lookofsky, J. (2015). Lærebog i Obligationeret 1 - Ydelsen Beføjelser (4. udgave, 2. oplag ed.). København: Karnov Group Denmark A/S, s. 52

³Hansen og Lundgren (2019, s. 282)

⁴Theilgaard, S., Amiri, A., & Jacobsen, T. (2017). Købeloven med kommentarer (4. udgave, 1. oplag ed.). København: Karnov Group Denmark A/S, s. 50

kapitalandelene i målvirksomheden.⁵

Ved vurderingen af, hvorvidt den overtagne virksomhed lider af en mangel i obligationsretlig forstand, kan valget af overdragelsesmåden ikke anses for at have nogen egentlig betydning.⁶ I forhold til afhandlingens case-studie vil det således være uden reel betydning om købet af Endomondo løbeapplikation foretages som kapital- eller substansoverdragelse. Det forhold, at Endomondo ApS' primære aktivitet er selskabets løbeapplikation, vil endvidere tale for, at overdragelsesmåden er uden reel betydning. Af den årsag vil eventuelle mangler ved salgsgenstanden blive behandlet under ét, uanset om det pågældende køb foretages som en kapital- eller substansoverdragelse.

3.1 Kriterierne for mangler

For at vurdere, hvorvidt der foreligger en mangel ved målvirksomhedens aktiv eller målvirksomheden som helhed, vil det være hensigtsmæssigt først og fremmest at definere, hvad der forstås ved en mangel i obligationsretlig forstand. Der findes i købeloven en definition af mangelsbegrebet, jf. lovens § 76, stk. 1. Selvom bestemmelsen kun gælder i forbrugerkøb, jf. lovens § 1 a, stk. 2, finder bestemmelsens principper alligevel anvendelse inden for virksomhedskøb, eftersom de er udtryk for obligationsretlige principper.⁷

Virksomhedsoverdragelser er, grundet deres kompleksitet, at betragte som højrisikotransaktioner, og som ved ethvert andet køb kan det også forekomme, at den overtagne virksomhed kan lide af mangler.⁸ Af mangelsdefinitionen, jf. princippet i købelovens § 76, stk. 1, er særligt nr. 1 og 3-4 relevante for virksomhedsoverdragelser, hvorfor disse iagttages nærmere ved spørgsmålet om hvorvidt der foreligger en mangel ved den overtagne virksomhed.

§ 76, stk. 1. ”Der foreligger en mangel ved salgsgenstanden, hvis

1) **genstanden ikke svarer til den betegnelse, hvorunder den er solgt**, eller sælgeren i øvrigt ved køkets afslutning har givet urigtige eller vildledende oplysninger, medmindre disse ikke kan antages at have haft betydning for køberens bedømmelse af genstanden,

3) **sælgeren har forsømt at give køberen oplysning om forhold**, der har haft betydning for køberens bedømmelse af genstanden, og som sælgeren

⁵UfR 2009.1598 H, ABACUS ApS mod Boet efter Erik Roug, Højesterets Dom af 31. marts 2009, og UfR 2014.1474 H, New Wave Group AB mod Korbær Invest ApS, Højesterets Dom af 13. februar 2014. Begge afgørelser er refereret i afsnit 3.3.1.

⁶Hansen og Lundgren (2019, s. 282)

⁷Andersen og Lookofsky (2015, s. 53)

⁸Hansen og Lundgren (2019, s. 281)

kendte eller burde kende, eller

4) **genstanden i øvrigt er af anden eller ringere beskaffenhed eller brugbarhed**, end den ifølge aftalen og de foreliggende omstændigheder skulle være, herunder hvis kravene i § 75 a ikke er opfyldt.”

Det bemærkes, at bestemmelsen ikke er kumulativ, hvilket betyder, at blot én af betingelserne i § 76, stk. 1, skal være opfyldt for at der foreligger en mangel ved målvirksomheden i obligationsretlig forstand. De tre fremførte betingelser gennemgås i de efterfølgende delafsnit.

3.1.1 Genstanden svarer ikke til den betegnelse, hvorunder den er solgt

Som udgangspunkt foreligger der en mangel, når en salgsgenstand ikke svarer til den betegnelse, hvorunder den er solgt, jf. § 76, stk. 1, nr. 1, 1. pkt. Bestemmelsen omfatter ifølge lovens forarbejder en ”sandhedsværdi”, mens almindelige ytringer, som ikke formidler information om salgsgenstanden, falder udenfor. Det vil sige, at sælgers fortællinger om salgsgenstanden ikke falder inden for bestemmelsen, men at dette forhold i stedet kan medføre, at der foreligger en mangel i henhold til købelovens § 76, stk. 1, nr. 3. Princippet i købelovens § 76, stk. 1, nr. 1, er således et udtryk for det obligationsretlige udgangspunkt i forhold til, hvornår der foreligger en mangel ved den overdragne salgsgenstand. Der foreligger efter bestemmelsen en mangel, hvis den overdragne salgsgenstand ikke svarer til den betegnelse, hvorunder den er solgt. En virksomhedskøber kan dermed ikke påberåbe sig mangler, hvis disse ikke er afdækket inden overdragelsen, såfremt målvirksomheden ikke er overdraget med forbehold. Hvorvidt denne betingelse i praksis er opfyldt må bero på en konkret vurdering af, hvad der mellem parterne er aftalt, og hvilke forventninger køber kan forventes at have haft med erhvervelsen.

Princippet i købelovens § 76, stk. 1, nr. 1, er betinget af, at sælger ikke har afgivet urigtige eller vildledende oplysninger. Sælgers afgivelse af urigtige eller vildledende oplysninger kan tolkes som svigagtig handling fra sælgers side, hvilket kan have afgørende indflydelse for, hvorvidt der foreligger en mangel ved salgsgenstanden. Bestemmelsen kommer til udtryk, når en virksomhed svarer til den betegnelse, hvorunder den er solgt, men hvor denne betegnelse i væsentlig grad afviger fra den betegnelse, hvorunder virksomheden burde være solgt.

3.1.2 Sælgeren har forsømt at give køberen oplysning om forhold

Der kan foreligge en mangel, hvis sælger har forsømt at oplyse køber om forhold, som har kunnet have betydning for købers bedømmelse af målvirksomheden, jf. princippet i

købelovens § 76, stk. 1, nr. 3. Denne bestemmelse er et udtryk for sælgers loyale oplysningspligt, og har ifølge lovens forarbejder til formål at give køber oplysninger om forhold, som har betydning for hans bedømmelse af målvirksomheden. Sælger er således, i henhold til princippet i købelovens § 76, stk. 1, nr. 3, forpligtet til at oplyse køber om forhold, som har betydning for hans værdiansættelse af målvirksomheden. Ved en særligt omfattende transaktion, som en virksomhedsoverdragelse ofte er, må der nødvendigvis være grænser for, hvor små og bagatelagtige forhold om målvirksomheden, sælger skal være forpligtet til at oplyse om.⁹ Spørgsmålet om rækkevidden af sælgers pligt til at oplyse om forhold varierer i det konkrete tilfælde, og en nærmere afgrænsning skal derfor findes i domstolenes praksis.

3.1.3 Genstanden er af ringere beskaffenhed eller brugbarhed

Der kan foreligge en mangel ved målvirksomheden, hvis denne er af ringere beskaffenhed eller brugbarhed end det, som er aftalt mellem parterne, jf. princippet i købelovens § 76, stk. 1, nr. 4. En mangel kan i henhold til købelovens § 76, stk. 1, nr. 4, bestå af såvel faktiske som retlige mangler. En mangel kan efter bestemmelsen eksempelvis bestå i, at målvirksomhedens aktiver er af ringere kvalitet end det som er aftalt mellem parterne, hvilket alt andet lige vil have en negativ indvirkning på målvirksomhedens værdi. Derudover skal det vurderes, om salgsgenstanden opfylder egnethedskriterierne i købelovens § 75 a. I afhandlingen er bestemmelsens stk. 2, nr. 2-3, fremhævet, da disse er særligt relevante, når der er tale om virksomhedsoverdragelser.

§ 75 a, stk. 2. ”Medmindre andet følger af parternes aftale, skal salgsgenstanden

2) være egnet til formål, som genstande af den pågældende type sædvanligvis anvendes til,

3) være egnet til køberens særlige formål, hvis sælgeren har bestyrket køberens forventning herom,”

Det obligationsretlige udgangspunkt er, at en salgsgenstand skal være egnet til formål, som genstande af den pågældende type sædvanligvis anvendes til, og til købers særlige formål, hvis sælger har styrket købers forventning herom.

Princippet i købelovens § 75, stk. 2, nr. 2, vil typisk finde anvendelse inden for genuskøb. Dog kan bestemmelsen finde anvendelse inden for virksomhedsoverdragelser, når der er tale om lav aktivspecifitet. Den overdragne virksomhed skal dermed være egnet til at opfylde det formål, som kan forventes ud fra en objektiv vurdering.

⁹Hansen og Lundgren (2019, s. 287)

Ud over egnethedsbetragtningen til sædvanlige forhold skal det hertil vurderes, om målvirksomheden er egnet til købers særlige formål, jf. princippet i købelovens § 75, stk. 2, nr. 3. Denne bestemmelse beror på en subjektiv vurdering og bør vurderes efter en rimelighedsvurdering af, hvad køber kan forvente af målvirksomheden. Der stilles desuden krav til, at sælger skal have bestyrket købers forventning til målvirksomheden for at den kan lide af en mangel i henhold til bestemmelsen.

3.2 Købers undersøgelsespligt

I forhold til tidspunktet for mangelsbedømmelsen af en salgsgenstand skal køber have undersøgt denne inden risikoen for denne er overgået fra sælger til køber, jf. købelovens § 17. Dette er praktisk talt umuligt, når der er tale om virksomhedsoverdragelser, og fejl vil derfor ofte først vise sig når køber har haft målvirksomheden ”i brug” i en tid. Dette betyder blandt andet at beviset for om fejl ved salgsgenstanden skyldes sælgers eller købers forhold vanskeliggøres.¹⁰

En virksomhedskøbers undersøgelse af målvirksomheden foregår oftest inden det faktiske overdragelsestidspunkt,¹¹ og er et udtryk for købers due diligence-undersøgelse.¹² Formålet med at gennemføre en due diligence-undersøgelse er at afdække, hvilke risici der er forbundet med at overtage målvirksomheden, hvilke foranstaltninger der bør foretages i forhold til at afdække risici, og hvilken pris køber er villig til at betale for målvirksomheden.¹³ Købers pligt til at undersøge salgsgenstanden forud for aftaletidspunktet fremgår af købelovens § 47.

§ 47. ”Har køberen **før køkets afslutning** undersøgt salgsgenstanden eller **uden skellig grund** undladt at efterkomme **sælgerens opfordring** til at undersøge den, eller er der før køkets afslutning givet ham lejlighed til at undersøge en prøve af salgsgenstanden, kan han ikke påberåbe sig **mangler, der ved sådan undersøgelse burde være opdaget** af ham, medmindre **sælgeren har handlet svigagtigt.**”

Købelovens § 47 pålægger efter sin ordlyd ikke en egentlig undersøgelsespligt forud for aftalens indgåelse. Bestemmelsen omhandler alene den situation, at køber har gennemført en undersøgelse, eller uden skellig grund har undladt at efterkomme sælgers opfordring til at undersøge salgsgenstanden.¹⁴ Efter køkets afslutning kan køber som udgangspunkt ikke

¹⁰Hansen og Lundgren (2019, s. 288)

¹¹Hansen og Lundgren (2019, s. 289)

¹²Andersen og Lookofsky (2015, s. 73)

¹³Hansen og Lundgren (2019, s. 255)

¹⁴Hansen og Lundgren (2019, s. 304)

påberåbe sig forhold, som var kendt eller burde være kendt ved aftalens indgåelse. Disse forhold anses som udgangspunkt for at være accepteret af køber, medmindre undtagelser gør sig gældende.¹⁵ De fem følgende delafsnit afdækker mere detaljeret de mest væsentlige elementer indeholdt i § 47, samt retspraktis på området.

3.2.1 Før køkets afslutning

Købelovens § 47 angår udelukkende købers pligt til at undersøge salgsgenstanden før køkets afslutning, jf. bestemmelsens ordlyd. Bestemmelsen skal ses i nær sammenhæng, men må ikke forveksles, med købelovens § 51 om købers undersøgelsespligt efter levering har fundet sted. Købers undersøgelsespligt efter levering i henhold til købelovens § 51 hænger sammen med købers ret til reklamation over mangler, som først kan opdages efter leveringstidspunktet.¹⁶

Det er i litteraturen diskuteret, om der har dannet sig en retlig standard for, at en forudgående undersøgelse skal foretages ved virksomhedsoverdragelser. Hertil henses blandt andet til problematikken ved anvendelse af købelovens §§ 51-52 om den efterfølgende undersøgelsespligt.¹⁷ I tilfælde af, at køber undlader at foretage en due diligence-undersøgelse i henhold til købelovens § 47, kan han som udgangspunkt ikke påberåbe sig mangler, som eksisterede før køkets afslutning.¹⁸

3.2.2 Uden skellig grund

Under visse betingelser kan køber undlade at foretage en nærmere undersøgelse af salgsgenstanden. Hvis salgsgenstandens beskaffenhed gør, at en undersøgelse af denne praktisk talt ikke er mulig, kan køber undlade at efterkomme sælgers opfordring til at undersøge genstanden.¹⁹ Har køber modtaget oplysninger om salgsgenstandens egenskaber, kan køber undlade at undersøge disse forhold nærmere. Ligeledes kan køber undlade at foretage undersøgelser af salgsgenstanden, hvis sælger har påtaget sig at indhente oplysninger om bestemte forhold og oplyse disse til køber.²⁰

Der findes desuden adskillige retlige afgørelser, som understøtter, hvorvidt køber kan undlade at foretage en nærmere undersøgelse af salgsgenstanden. Købers undladelse af en sådan nærmere undersøgelse skal ses i nær sammenhæng med sælgers indeståelser,

¹⁵Andersen og Lookofsky (2015, s. 71)

¹⁶Andersen og Lookofsky (2015, s. 72)

¹⁷Hansen og Lundgren (2019, s. 304)

¹⁸Olsen (2006). Købers pligt til at gennemføre due diligence ved virksomhedsoverdragelse. *Revision & Regnskabsvæsen*, Årg. 75 (nr. 11), s. 40

¹⁹Kristensen, Nielsen, og Iversen (2017). *Lærebog i dansk og international køberet* (5. udgave). København: Djøf Forlag, s. 120

²⁰Theilgaard, Amiri, og Jacobsen (2017, s. 882)

garantier, m.v., hvilket afgørelserne i dette afsnit understreger. Det bemærkes, at sagerne ikke angår virksomhedsoverdragelser, men at de obligationsretlige principper i afgørelserne stadig gør sig gældende inden for virksomhedsoverdragelser.

I U 1919.173 SH lagde domstolene vægt på, at sælger havde garanteret for, at et dampskib ville få de fornødne tilladelser. Af den årsag mente domstolene ikke, at køber havde skellig grund til at undersøge det konkrete forhold.

I U 1919.173 SH²¹ havde sælger garanteret, at et skib ville blive godkendt til passagerfart af Skibstilsynet. Sø- og Handelsretten tiltrådte beslutning om, at købet kunne hæves, uanset om køber havde gennemgået skibet, og således burde have opdaget, at det ikke ville kunne opnå de fornødne tilladelser.

Sælgers garantier og indeståelser var desuden en afgørende faktor i U 1935.934 SH, hvor sælgers indeståelse medførte, at køber havde skellig grund til at undlade at undersøge salgsgenstanden.

I U 1935.934 SH²² havde sælger påtaget sig at udbedre forskellige småmangler. Sælger indestod herefter for, at der ikke ville blive behov for yderligere reparationer af betydning. Da bilen viste sig at have betydelige skjulte mangler, som ikke skyldtes almindeligt slid, havde køber mulighed for at hæve købet.

Herudover skal nævnes U 1963.139 H, hvor køber havde fået forevist en vaskemaskine, hvis dårlige ydeevne først kunne konstateres efter køkets afslutning. Køber havde ikke skellig grund til at foretage en nærmere undersøgelse af salgsgenstanden, da denne var blevet forevist inden køb, hvor den fremstod som fejlfri i henhold til den efterfølgende konstaterede mangel.

I U 1963.139 H²³ fik køber demonstreret en vaskemaskine inden aftalens indgåelse. Køber undlod at foretage en nærmere undersøgelse af maskinens vaskkeevne, som viste sig at være meget dårlig. Højesteret fandt under hensyntagen til sagens konkrete omstændigheder, at køber havde rimelig grund til ikke at foretage en sådan nærmere undersøgelse af salgsgenstanden, hvilket gav køber beføjelse til at hæve købet.

I de tre ovenstående sager havde køber ikke skellig grund til at foretage en nærmere undersøgelse af salgsgenstanden, da sælger havde stillet en garanti eller på anden måde

²¹UfR 1919.173 SH, Dampskibsselskabet Fornæs A/S mod Skibsreder, Kaptajn O. Lütken, Sø- og Handelsrettens Dom af 29. november 1918.

²²UfR 1935.934 SH, Fru Bertha Klinker mod Automobilforhandler Vald Hinrichsen, Sø- og Handelsrettens Dom af 15. april 1935.

²³UfR 1963.139 H, Handelsfirmaet GEO mod firmaet E. Jessen & Co., Højesterets Dom af 21. december 1962.

givet køber tilstrækkelig grund til at tro, at der ikke skulle være behov for en nærmere undersøgelse af salgsgenstanden.²⁴

Hvis sælger gør køber opmærksom på, at sælger ikke er bekendt med salgsgenstandens egenskaber, og at sælger ikke vil indestå for egenskaberne, har køber ikke skellig grund til at undlade at foretage en nærmere undersøgelse af salgsgenstanden.²⁵ Dette forhold er nærmere præciseret i praksis.

Som eksempel på et tilfælde, hvor køber har accepteret risikoen for en mangel ved salgsgenstanden, som sælger ikke var bekendt med, kan nævnes sagen i U 1968.194 Ø.

I U 1968.194 Ø²⁶ gav sælger udtryk for, at der bestod en usikkerhed om salgsgenstandens oprindelse. Da køber ikke havde foretaget en nærmere undersøgelse af salgsgenstanden, og samtidig ikke ventede på resultatet af sælgers undersøgelser, fandtes køber selv at have påtaget risikoen for, om sælgers oplysninger var sande.

Et andet tilfælde, hvor sælger ikke på forhånd var bekendt med mangler ved salgsgenstanden, kan findes i U 1982.609 H, hvor køber derimod havde kendskab til den pågældende salgsgenstand. Som følge af sælgers manglende kendskab til salgsgenstandens egenskaber, havde køber ikke skellig grund til at undlade at foretage en nærmere undersøgelse af denne.

I U 1982.609 H²⁷ havde sælger solgt et 73 år gammelt træskib ”som det nu er og forefindes”. Køber havde kendskab til skibet, og burde således inden købet, ved sin foretagne besigtigelse af skibet, have opdaget eventuelle mangler. Skibet viste sig efterfølgende at være angrebet af råd, og da sælger ikke var bekendt med forholdet, kunne køber ikke påberåbe sig af manglen.

Den kendte retspraksis i henhold til begrebet ”uden skellig grund” synes at kunne sammenfattes ved, at køber i praksis har en pligt til at foretage en due diligence-undersøgelse, selvom der ikke er formuleret en egentlig pligt hertil. Pligten til at foretage en due diligence-undersøgelse skal ses i nær sammenhæng med sælgers loyale oplysningspligt. Hvis køber foretager en due diligence-undersøgelse, så skal denne gerne være forholdsvist dybdegående, således at fejl og mangler burde blive opdaget.²⁸

²⁴Andersen og Lookofsky (2015, s. 73)

²⁵Theilgaard et al. (2017, s. 884)

²⁶UfR 1968.194 Ø, Oberstløjtnant E. Skovgaard mod fru Ella Valentin, Østre Landsrets Dom af 28. november 1967.

²⁷UfR 1982.609 H, Smed Helge Wilhelm Henriksen mod fhv. skibsfører Axel Nielsen, Højesterets Dom af 19. maj 1982.

²⁸Hansen og Lundgren (2019, s. 308)

3.2.3 Sælgers opfordring

Bestemmelsen i købelovens § 47 pålægger ikke køberen en pligt til af egen drift at undersøge salgsgenstanden før køkets afslutning. Køber er først pålagt en pligt til at undersøge salgsgenstanden når sælger opfordrer hertil. Opfordringen til købers undersøgelse af salgsgenstanden behøver ikke nødvendigvis at være udtrykkelig. Der kan eksempelvis foreligge en stiltiende opfordring, hvis sælger foreviser salgsgenstanden for køber.²⁹

En stiltiende opfordring forelå blandt andet i U 1986.747/2 H. Ved at foreslå, at salgsgenstanden skulle tages på land, havde sælger opfordret køber til at foretage en nærmere undersøgelse af denne.

I U 1986.747/2 H³⁰ havde parterne drøftet, om båden skulle tages på land, hvilket køber afstod fra. Båden viste sig efterfølgende at være angrebet af glasfiberpest, hvilket køber ville have opdaget, hvis båden var taget på land. Højesteret fandt, at sælger havde opfordret køber til at foretage en nærmere undersøgelse af salgsgenstanden, og at køber derfor ikke havde mulighed for at gøre mangelsbeføjelser gældende.

Ovenstående dom er et eksempel på, at sælgers opfordring til købers undersøgelse af salgsgenstanden ofte kan ske stiltiende. Sælger har således opfordret køber til at undersøge salgsgenstanden blot ved direkte eller indirekte at foreslå fremvisning af denne.

3.2.4 Mangler, der burde være opdaget

Efter købelovens § 47 har køber ikke mulighed for at påberåbe sig mangler, som burde være blevet opdaget i forbindelse med hans due diligence-undersøgelse. Der er efter bestemmelsen tale om relativt åbenlyse mangler, da skjulte mangler efter bestemmelsens ordlyd ikke er omfattet heraf. Kravet til undersøgelsens omfang afhænger typisk af en konkret vurdering efter omstændighederne i den konkrete sag, hvori blandt andet købers sagkundskab indgår ved bedømmelsen. I U 1945.552 V inddrog domstolene købers sagkundskab som et væsentligt element i afgørelsen om, hvorvidt køber burde have opdaget en væsentlig mangel ved salgsgenstanden inden købet.

I U 1945.552 V³¹ havde en privat sælger henvendt sig til en forretning med henblik på salg af en ring. Efter en nærmere undersøgelse af ringen mente ekspedienten, at stenen var ægte, og betalte herefter sælgeren på købers vegne

²⁹Theilgaard et al. (2017, s. 878)

³⁰UfR 1986.747/2 H, Mogens Rasmussen og Lene Nielsen mod Flemming Geel Weirsøe, Højesterets Dom af 14. august 1986.

³¹UfR 1945.552 V, Kunsthandler Poul Schmidt mod Repræsentant Kurt Holdt Hansen, Vestre Landsrets Dom af 9. marts 1945.

uden forbehold. Da køber selv undersøgte ringen, konstaterede han, at den ikke var ægte. Køber kunne ikke hæve købet, da ekspedienten allerede havde haft lejlighed til at undersøge salgsgenstanden og således burde have opdaget manglen.

Hvis køber benytter sig af sagkyndig bistand i forbindelse med undersøgelsen af salgsgenstanden, vil køber blive pålagt en strengere uagtsomhedsbedømmelse som følge af et større forventet kendskab til salgsgenstanden.³² Dette fandt Højesteret i U 1986.644 H.

I U 1986.644 H³³ havde køber købt en båd ”som beset”. Køber havde inden købet ladet båden besigtige af en sagkyndig, som ikke fandt nogle mangler. Da båden efterfølgende viste sig at være angrebet af råd, og den sagkyndige som repræsentant for køber burde have opdaget dette, var køber afskåret fra at gøre mangelsbeføjelser gældende.

Som domstolene fandt frem til i U 1986.644 H, kan køber ikke påberåbe sig synlige mangler, som burde være blevet opdaget ved en nærmere undersøgelse af genstanden, når salgsgenstanden er købt ”som beset”.³⁴ I tilfælde af mangler bør køber, hvis et forhold om ”købt som beset” eksisterer, gøre sælger opmærksom på synlige mangler før aftalens endelige indgåelse. Hvis ikke køber gør opmærksom herpå, må køber anses for at have accepteret salgsgenstanden ”som den er og forefindes”.

I forbindelse med virksomhedsoverdragelse gør bestemmelsen, i mangel af anden aftale, sælger ansvarsfri for de forhold som køber i sin due diligence-undersøgelse afdækkede eller burde have afdækket. Grænsen ved de forhold som køber burde have opdaget, skal ses i lyset kontekstspecifikke forhold, samt at ingen due diligence-undersøgelse i praksis vil kunne afdække alle forhold i målvirksomheden forud for aftalen.³⁵

Det må erkendes, at der kan være vanskeligheder forbundet med at fastslå det nærmere indhold af undersøgelsespligten for køber. Af hensyn til tidspres, begrænsede økonomiske ressourcer, risikoprofil, m.v., vil køber ofte foretage bevidste fravalg i de områder, som bliver undersøgt.³⁶ Det bemærkes at køber ved undersøgelsen af målvirksomheden bærer en risiko for at skade sin egen sag ved at foretage en overfladisk due diligence-undersøgelse under hensyntagen til sine begrænsede ressourcer. Hertil henvises til Højesterets dom i U 1994.698/2 H.

³²Theilgaard et al. (2017, s. 892)

³³UfR 1986.644 H, Leif Hillerup Sørensen mod Peter Guldbrandsen og Birgitte Bothoft Nielsen, Højesterets Dom af 12. juni 1986.

³⁴Andersen og Lookofsky (2015, s. 74)

³⁵Hansen og Lundgren (2019, s. 301)

³⁶Hansen og Lundgren (2019, s. 305)

I U 1994.698/2 H³⁷ havde køber modtaget et budget for målvirksomheden, som dannede grundlag for værdiansættelsen. Værdiansættelsen af målvirksomheden var baseret på en forventning om målvirksomhedens fremtidige indtjening. Budgettet viste sig at være et målsætningsbudget, og køber mente derfor, at dokumentet angav urigtige oplysninger om målvirksomhedens økonomiske forhold. Selvom budgetterne var forkerte, havde køber ikke mulighed for at kræve erstatning. Retten fandt, at der var klare advarselssignaler som køber burde have været opmærksom på, og at det foreliggende budget ikke alene kunne danne grundlag for beslutningen om virksomhedskøbet.

I ovennævnte sag ansås køber for at have skadet sin egen sag ved ikke at have foretaget en egentlig due diligence-undersøgelse, men i stedet at have antaget, at det udleverede budget var retvisende. Højesteret lagde her til grund, at køber ved en nærmere undersøgelse af målvirksomheden burde have opdaget, at budgettet ikke var retvisende. Det bemærkes at det i Højesterets afgørelse står uklart, hvor grænsen for sælgers loyale oplysningspligt går, og at det udelukkende var købers mangelfulde due diligence-undersøgelse, der lå til grund for afgørelsen.

3.2.5 Sælger har handlet svigagtigt

Sælgers svigagtige handlinger forekommer i de tilfælde, hvor sælger har fremsat urigtige oplysninger, jf. aftalelovens § 30, fortiet oplysninger om salgsgenstanden, eller hvis sælger bevidst har skjult mangler, således at køber ikke forventes at opdage manglerne i forbindelse med sin due diligence-undersøgelse.³⁸ I praksis har domstolene taget stilling til sælgers svigagtige handling i U 1969.443 V, der understøtter købers mulighed for at påberåbe sig mangler grundet sælgers svigagtige forsøg på at skjule mangler som han var bekendt med.

I U 1969.443 V³⁹ havde sælger givet urigtige oplysninger om standen på en brugt halmpresser. Sælger havde forinden salget malet salgsgenstanden, således at den fremstod som nyere end hvad reelt var tilfældet. I forbindelse med salget havde sælger informeret køber om, at maskinen var importeret som ny få år tidligere. Køber havde dermed mulighed for at hæve købet, da sælger havde handlet svigagtigt.

³⁷UfR 1994.698/2 H, Aktieselskabet af 5. maj 1979 m.fl. mod Nordania Leasing A/S, Højesterets Dom af 28. juni 1994.

³⁸Theilgaard et al. (2017, s. 824)

³⁹UfR 1969.443 V, Søren Christensen mod arkitekt P. Henry Dalsgaard, Vestre Landsrets Dom af 6. december 1968.

Sælgers svigagtige handling skal ses i nær sammenhæng, men må ikke forveksles, med sælgers loyale oplysningspligt. Domstolene fastslog i U 1996.928 H, at det obligationsretlige princip også gør sig gældende inden for virksomhedsoverdragelser.

I U 1996.928 H⁴⁰ erhvervede køber et selskab, som producerede typegodkendte campingvogne, der blev markedsført som ekstremt lette modeller. Efter købet konstaterede køber, at campingvognene var væsentlig tungere end den typegodkendte vægt. Vestre Landsret fandt det bevist, at det for køber var en afgørende forudsætning for købet, at campingvognene havde en særlig lav vægt, og at direktøren i målselskabet måtte have været vidende om, at der til prøvevejning i forbindelse med ansøgning om typegodkendelse var produceret nogle modeller, der væsentlig afveg fra de efterfølgende serieproducerede vogne. Højesteret tiltrådte herefter landsrettens dom og forhøjede købers erstatning på baggrund af sælgers svig.

Højesteret lagde i U 1996.928 H udelukkende vægt på sælgers svigagtige handling og henviser således ikke på nogen måde til købelovens bestemmelser. Det fremgår endvidere ikke af dommen om køber havde foretaget en due diligence-undersøgelse eller ej. Henset til karakteren af de fejl, der begrundede den tilkendte erstatning, vurderes det tvivlsomt om en due diligence-undersøgelse ville have bibragt køberen viden eller ”burde viden” om de senere konstaterede fejl, der i henhold til købelovens § 47 ville kunne være blevet brugt til at afskære køber fra at gøre erstatningskrav gældende.⁴¹

Det kan således udledes af retspraksis, at sælgers svigagtige handling udløser muligheden for at køber kan udøve sine mangelsbeføjelser. Dette må gælde uanset om køber på trods af sælgers opfordring har undladt at undersøge salgsgenstanden, eller at han i forbindelse med sin undersøgelse har overset mangler, der burde være blevet opdaget.

3.3 Sælgers loyale oplysningspligt

Efter dansk ret påfører en gyldig aftale dens parter pligt til at optræde loyalt over for hinanden. Denne loyalitetspligt gælder, uanset om der i aftalen står noget herom eller ej. En tilsidesættelse af loyalitetspligten må anses for et retsbrud, der kan udløse misligholdelsesbeføjelser, ligesom enhver anden kontraktuel misligholdelse.⁴² Loyalitetspligten indebærer blandt andet, at sælger er forpligtet til at samarbejde med køber og medvirke til at beskytte købers interesser. Dette indebærer en pligt til at give køber meddelelser om forhold, der ellers vil kunne frembringe skuffelser hos ham. Eftersom de kontraherende

⁴⁰UfR 1996.928 H, S og D mod K, Højesterets Dom af 23. april 1996.

⁴¹Hansen og Lundgren (2019, s. 298)

⁴²Andersen og Lookofsky (2015, s. 69)

parter må antages at varetage deres egne interesser, må de nærmere grænser for sælgers loyale oplysningspligt afhænge af situationen i de konkrete tilfælde.⁴³

Domstolene har i blandt andet U 2004.1784 H taget stilling til, hvordan princippet om sælgers loyale oplysningspligt i praksis finder anvendelse i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.

I U 2004.1784 H⁴⁴ havde sælger på baggrund af tre væsentlige forhold tilsidesat sin loyale oplysningspligt. For det første havde sælger ikke oplyst køber om, at selskabets største kunde havde besluttet ikke at foretage yderligere indkøb i den næste 6 måneders periode. For det andet var køber ikke blevet oplyst om en betydelig huslejerestance til sælger. For det tredje havde sælger undladt at oplyse, at der forelå restancer vedrørende moms og A-skat. Overdragelsen var foretaget som en QD-aftale ("Quick and Dirty deal"), hvilket betød at køber havde accepteret en betydelig risiko. Højesteret fandt dog, at sælger havde misligholdt sin loyalitetspligt i en så væsentlig grad, at køber kunne ophæve virksomhedsoverdragelsen.

Det bemærkes at oplysningspligten har sine begrænsninger, og at Højesteret i sine præmisser i U 2004.1784 H var tilbageholdende med at give køber medhold i sagen, eftersom parternes aftale var indgået som en QD-aftale. Selvom køber ved undladelse af en due diligence-undersøgelse havde påtaget sig risikoen for mangler ved målvirksomheden, kan sælger alligevel ved en grov tilsidesættelse af sin loyale oplysningspligt have misligholdt overdragelsesaftalen.

Begrænsningerne for oplysningspligtens rækkevidde ved virksomhedsoverdragelser blev fastslået i U 2001.1293 H, hvor sælger ikke ansås for at have fortiet væsentlige oplysninger ved at undlade omtale af en rapport vedrørende branchens almindelige forhold.

I U 2001.1293 H⁴⁵ havde sælger valgt at undlade at oplyse om nogle negative vurderinger af branchens fremtidsudsigter, som var indeholdt i en rapport, der blev offentliggjort en måned efter salgsforhandlingerne. Rapporten omtalte en række almindelige forhold, som måtte antages at være kendt af personer med tilknytning til branchen. Sælger fandtes derfor ikke at have tilsidesat sin oplysningspligt ved at undlade at omtale de oplysninger og vurderinger som rapporten indeholdt.

⁴³Andersen og Lookofsky (2015, s. 70)

⁴⁴UfR 2004.1784 H, Hartmann Invest A/S og Eske Munck mod ASIS Holding ApS, Højesterets Dom af 15. april 2004

⁴⁵UfR 2001.1293 H, Dansk Yacht Charter ApS og Euro Export Consult A/S mod Bent Thodsen, Højesterets Dom af 27. marts 2001

Domstolene fastslog, at købers tilknytning til branchen ikke var relevant i forhold til sælgers undladelse af oplysning om en rapport vedrørende almindelige forhold i branchen. Selvom forholdet, som sælger undlod at oplyse om, kunne have afgørende indflydelse på virksomhedskøbet, fandt domstolene ikke, at sælger havde tilsidesat sin loyale oplysningspligt. Højesterets afgørelse i U 2001.1293 H er således et udtryk for, at domstolene i sin praksis har afgrænset rækkevidden af sælgers loyale oplysningspligt inden for virksomhedskøb.

3.3.1 Garantier

Et af sælger stillet garantiløfte forstås sædvanligvis ved, at sælger påtager sig et objektivt erstatningsansvar for eventuelle mangler ved salgsgenstanden.⁴⁶ I virksomhedsoverdragelsesaftaler vil sælger ofte forsøge at få medtaget en klausul, hvorefter køber ikke kan rejse krav i henhold til garantier og erklæringer i overdragelsesaftalen, hvis køber er eller burde være blevet bekendt med forholdene i forbindelse med hans due diligence-undersøgelse. Omvendt vil køber ofte forsøge at få sælger til at stille garanti, da køber ikke vil stilles ringere ved at afdække negative forhold. Det resulterer ofte i, at sælger stiller garanti for nogle forhold, mens øvrige forhold ikke afdækkes.⁴⁷

Hvis sælger i forbindelse med overdragelsen af en virksomhed har afgivet en garanti, eller på anden måde har givet køber grund til at tro at der ikke skulle være behov for foretagelse af en due diligence-undersøgelse, kan han ikke afvise en eventuel mangelsindsigelse på baggrund af købers manglende foretagelse af en due diligence-undersøgelse.⁴⁸ Efter omstændighederne bør der dog foretages en afvejning under hensyntagen til grovheden af parternes respektive uagtsomme undladelser.⁴⁹

I praksis har domstolene afgrænset betydningen af parternes uagtsomme undladelser i U 2009.1598 H, hvor generelt formulerede garantier i overdragelsesaftalen fik retsvirkning efter deres indhold.

I U 2009.1598 H⁵⁰ havde sælger ikke i forbindelse med købers due diligence-undersøgelse givet køber en kopi af en underretning om, at målselskabet havde haft besøg af Arbejdstilsynet kort tid inden overdragelsesaftalens indgåelse. Arbejdstilsynet havde stillet krav til virksomheden, som medførte betydelige omkostninger efter overdragelsen. Forholdet var ubekendt for sælger, som var et dødsbo, mens ledelsen i målselskabet var bekendt hermed. Overdra-

⁴⁶Andersen og Lookofsky (2015, s. 60)

⁴⁷Hansen og Lundgren (2019, s. 261)

⁴⁸Andersen og Lookofsky (2015, s. 73)

⁴⁹Andersen og Lookofsky (2015, s. 74)

⁵⁰UfR 2009.1598 H.

gelsesaftalen indeholdt generelt formulerede garantier om, at virksomheden ikke var part i nogen retssager, virksomheden blev drevet i overensstemmelse med gældende lovgivning, m.v. Højesteret fandt, at virksomhedens sælger var erstatningsansvarlig over for køber for dennes dokumenterede tab.

I overdragelsesaftalen havde sælger garanteret for generelle forhold, som er typiske i henhold til den pågældende sags karakter. Højesteret fandt således i sin afgørelse, at virksomhedens sælger var erstatningsansvarlig for ledelsens udeladelse af oplysninger, selvom sælger var uoplyst om det konkrete forhold. Yderligere kan nævnes Højesterets afgørelse i U 2014.1474 H, hvor sælger havde undladt at informere om en tvist mellem målselskabet og en leverandør.

I U 2014.1474 H⁵¹ havde sælger ikke oplyst køber om en aftale mellem målvirksomheden og en it-leverandør, hvor der eksisterede en konflikt vedrørende betaling for de leverede it-ydelser. Højesteret fandt, at konflikten allerede forelå på overtagelsesdagen, og at forholdet var omfattet af en hensigtserklæring og garanti i overdragelsesaftalen. Køber var dermed berettiget til at kræve erstatning fra sælger.

Af domstolenes praksis kan det udledes, at garantier i overdragelsesaftaler tillægges væsentlig betydning, uanset om disse er generelt eller specifikt formulerede. Garantierne kan således stille en vis sikkerhed for køberen og udgør dermed et væsentligt element i en overdragelsesaftale.

3.3.2 Erklæringer

Erklæringer ses ofte i nær sammenhæng med garantier, men må ikke forveksles hermed. Når sælger afgiver en erklæring om salgsgenstandens beskaffenhed, er det ikke givet, at denne får selvstændig retlig betydning for mangelsvurderingen. Eksempelvis kan sælger have erklæret, at en salgsgenstand er solgt ”ham bekendt” fri for mangler, hvilket alene forstås som en erklæring om at sælger ikke er bekendt med mangler. I et sådant tilfælde skal det vurderes, om sælger har tilsidesat sin loyale oplysningspligt eller har handlet svigagtigt.⁵²

Domstolene blev i U 2018.2879 Ø forelagt spørgsmålet om retsvirkningen af sælgers erklæring om forhold, som ifølge erklæringen var sælger ubekendt.

I U 2018.2879 Ø⁵³ erhvervede køber øen Flakfortet, som i en årrække frem til

⁵¹UfR 2014.1474 H.

⁵²Andersen og Lookofsky (2015, s. 59)

⁵³UfR 2018.2879 Ø, Malmökransen AB mod PK FF Holding ApS, Østre Landsrets Dom af 28. maj 2018

overdragelsen havde fået foretaget betydelige istandsættelser- og ombygningsarbejder. Senere fik køber af Slots- og Kulturstyrelsen oplyst, at der ikke var søgt om de tilladelser til om- og tilbygninger, som var udført på ejendommen. Selvom køber burde være opmærksom herpå, erklærede sælger i den betingede købsaftale, at der sælger bekendt ikke var udført arbejder, som senere ville medføre en udgift for ejendommen. Landsretten fandt, at sælger havde tilsidesat sin loyale oplysningspligt ved ikke at oplyse om de manglende tilladelser i forløbet forud for aftalens indgåelse, og at sælger dermed var erstatningsansvarlig over for købers tab.

Landsretten fandt, at sælger i det konkrete tilfælde havde tilsidesat sin loyale oplysningspligt, hvilket udløste mangelsbeføjelser for køber. Det afgørende for afgørelsens udfald bestod i en helhedsvurdering af sælgers udeladelse af væsentlige oplysninger til køber, da sælger efter domstolens opfattelse burde have kendskab til de arbejder, som senere medførte en udgift for ejendommen. Det blev hermed fastslået, at sælger ikke kan fraskrive sig ansvar ved at erklære sig ubekendt med forhold, som han burde have kendskab til.

3.4 Samspillet mellem købers undersøgelsespligt og sælgers loyale oplysningspligt

For at kunne vurdere det retlige krav til omfanget af købers undersøgelsespligt, er det nødvendigt at klarlægge samspillet mellem købers due diligence-undersøgelse og sælgers loyale oplysningspligt. Due diligence-undersøgelser bliver anvendt i mange former for køb, fra almindelige løsøre-køb til specifikke virksomhedskøb. Usikkerheden om kravet til due diligence-undersøgelsesernes omfang har givet anledning til mange retssager, hvortil domstolene i sine afgørelser har inddraget sælgers forhold som et væsentligt element.

3.4.1 Sælgers garantier og indeståelser

Når sælger stiller et garantiløfte for et bestemt forhold, påtager han sig et objektivt erstatningsansvar for mangler ved dette forhold. Ved parternes forhandling vil begge parter forsøge at afgrænse deres respektive ansvar for mangler, som ikke er afdækket på overdragelsestidspunktet. Retsvirkningerne af sælgers garantier og indeståelser udspringer af retspraksis, hvor domstolene i en række afgørelser har afklaret forholdet mellem sælgers stillede garantier og købers pligt til at undersøge salgsgenstanden.

Sø- og Handelsretten afgjorde i U 1919.173 SH,⁵⁴ at købet kunne hæves af køber, da sælger havde garanteret visse tilladelser, som ikke blev opnået. Her mente domstolene

⁵⁴UFR 1919.174 SH. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.2.

ikke, at køber havde en pligt til at undersøge salgsgenstanden, da sælger havde påtaget sig objektivt ansvar for manglerne. Den obligationsretlige præmis lå til grund for domstolenes afgørelse i U 1935.934 SH,⁵⁵ hvor sælger havde indestået for, at der ikke forelå skjulte mangler af betydning ved salgsgenstanden. Indeståelsen blev af domstolene betragtet som en af sælger stillet garanti og fik retsvirkninger herefter.

Den obligationsretlige retsstilling har siden haft betydning i forbindelse med køb og salg af virksomheder, hvilket kan udledes af U 2009.1598 H,⁵⁶ hvor sælger havde stillet en generelt formuleret garanti. Afgørelsen bevidner om, at domstolene tillægger garantier retsvirkning efter deres indhold, og at dette gælder uanset garantiens formulering. Det samme resultat fandt Højesteret i U 2014.1474 H,⁵⁷ hvilket forklarer, at der må eksistere en retlig standard for, at en af sælger stillet garanti medfører objektivt ansvar for sælger, og at køber dermed ikke har nogen grund til at medtage det givne forhold i sin due diligence-undersøgelse.

3.4.2 Parternes sagkundskab om salgsgenstanden

I de tilfælde, hvor sælger vælger ikke at stille garantier, hæfter han ikke objektivt for mangler ved salgsgenstanden. Her skal køber være særligt opmærksom, da det ikke er garanteret, at han kan påberåbe sig mangler. Ved vurderingen af om køber kan påberåbe sig mangler, vil hans sagkundskab om salgsgenstanden blive inddraget og derefter sammenholdt med sælgers sagkundskab. Købers sagkundskab bidrager til bedømmelsen af, om køber i sin due diligence-undersøgelse burde opdage eventuelle mangler. Dette fastslog domstolene i U 1945.552 V,⁵⁸ hvor køber forventedes at have kendskab til salgsgenstanden og derfor ikke efterfølgende kunne påberåbe sig mangler, som han forventedes at opdage før aftalens indgåelse. I U 1986.644 H⁵⁹ fandt Højesteret, at køber skulle pålægges en strengere uagtsomhedsbedømmelse ved brug af sagkyndig bistand i sin due diligence-undersøgelse. Domstolene vurderede, at der i begge tilfælde var tale om mangler, som køber burde have opdaget. Hertil bidrog købers sagkundskab om salgsgenstanden negativt i forhold til købers mulighed for at påberåbe sig af mangler.

I tilfælde af sælgers manglende kendskab til salgsgenstanden vil han ofte erklære sig uvidende om visse forhold, hvilket som udgangspunkt pålægger køber en pligt til at være mere omhyggelig i sin due diligence-undersøgelse. Hvis ikke, at køber undersøger et sådant forhold, må køber anses for at have accepteret risikoen for mangler ved det givne forhold,

⁵⁵UfR 1935.934 SH. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.2.

⁵⁶UfR 2009.1598 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.3.1.

⁵⁷UfR 2014.1474 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.3.1.

⁵⁸UfR 1945.552 V. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.4.

⁵⁹UfR 1986.644 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.4.

hvilket var tilfældet i U 1968.194 Ø⁶⁰. Domstolene har siden tiltrådt sælgers erklæringer om forbehold for manglende kendskab om salgsgenstanden i U 1982.609 H,⁶¹ samt U 1986.644 H,⁶² hvor salgsgenstanden i begge tilfælde var solgt ”som beset”.

Det obligationsretlige udgangspunkt må være, at sælger kan erklære sig uvidende om visse forhold og dermed undgå at blive erstatningsansvarlig for eventuelle mangler. Sælgers erklæring om uvidenhed eller manglende afgivelse af væsentlige oplysninger skal dog ses i lyset af den loyale oplysningspligt.

Parternes respektive sagkundskab er i praksis en afgørende faktor ved vurderingen af, om mangler burde blive opdaget inden aftalens indgåelse. Købers sagkundskab har direkte indflydelse på kravet til det forventede omfang af due diligence-undersøgelsen, mens sælgers sagkundskab har indflydelse på vurderingen af, hvorvidt den loyale oplysningspligt er overholdt eller tilsidesat.

3.4.3 Sælgers svig

Hvis sælger handler svigagtigt, har køber som udgangspunkt mulighed for at påberåbe sig mangler, hvis sælgers svigagtige handling har haft indflydelse på købers bedømmelse af salgsgenstanden. Domstolene fastslog i U 1969.443 V,⁶³ at der far tale om svig i forbindelse med sælgers bevidste forsøg på at skjule en faktisk mangel ved salgsgenstanden. Domstolene var ikke i tvivl om sælgers intentioner i sagen, som medførte en mulighed for køber til at hæve købet uanset omfanget af hans due diligence-undersøgelse.

I U 1994.698/2 H⁶⁴ afgrænsede Højesteret sælgers svig i forbindelse med en virksomheds-overdragelse. Det påståede svigagtige forhold bestod i sælgers udlevering af et budget, som indeholdt urigtige oplysninger. Det vurderedes af Højesteret, at køber burde have opdaget fejlene, og at køber i øvrigt ikke stillede sig kritisk over for flere tvivlsomme forhold ved målvirksomheden. Afgørelsen strider således imod det obligationsretlige udgangspunkt om, at køber kan påberåbe sig mangler uanset omfanget af hans due diligence-undersøgelse, hvis sælger har handlet svigagtigt. I sagen mente Højesteret, at køber ikke havde undersøgt det pågældende dokument, og at køber ved en sådan undersøgelse burde have opdaget manglen. Højesteret tiltrådte således med sin afgørelse, at sælgers svig ikke i sig selv udelukker kravet til omfanget af købers undersøgelsespligt.

I U 1996.928 H⁶⁵ tiltrådte Højesteret det obligationsretlige udgangspunkt, ved at sæl-

⁶⁰UfR 1968.194 Ø. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.2.

⁶¹UfR 1982.609 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.2.

⁶²UfR 1986.644 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.4.

⁶³UfR 1969.443 V. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.5.

⁶⁴UfR 1994.698/2 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.4.

⁶⁵UfR 1996.928 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.5.

gers svig udløser mangelsbeføjelser for køber. Her havde sælgeren af en virksomhed, som havde produceret få enheder til typegodkendelse, handlet svigagtigt ved at producere de resterende enheder med mangler og derefter markedsført de mangelfulde enheder som typegodkendte. Højesteret fandt sælgerens culpøse handling for grov, uagtet købers due diligence-undersøgelse, hvilket tilgav køber medhold i sit erstatningskrav.

Domstolens praksis må således fortolkes som, at graden af sælgers svig har indflydelse på kravet til købers due diligence-undersøgelse. Ved vurderingen af retsvirkningerne af sælgers svig inddrages købers mulighed for at undersøge salgsgenstanden og spørgsmålet om, hvorvidt køber kan forventes at afdække manglerne i sin due diligence-undersøgelse. Der tages ikke stilling til, om køber har foretaget en due diligence-undersøgelse, men derimod om han forventes ved foretagelse af en sådan undersøgelse at kunne afdække eventuelle mangler, eller om sælger ved sin svigagtige handling forsætligt har skjult disse, således at afdækningen af mangler ikke er mulig.

3.4.4 Sælgers loyale oplysningspligt

Sælger er i henhold til princippet i købelovens § 76, stk. 1, nr. 3, forpligtet til at oplyse køber om forhold, som har væsentlig betydning for købers bedømmelse af salgsgenstanden, og som sælger har, eller burde have, kendskab til. Denne forpligtelse, bedre kendt som sælgers loyale oplysningspligt, er et obligationsretligt princip, som forpligter sælger til at handle loyalt over for køber. Princippet om sælgers pligt til at handle loyalt må antages at stride direkte imod sælgers interesse i at tilbageholde væsentlige oplysninger, således at sælger ikke risikerer at være ansvarlig for eventuelle mangler ved salgsgenstanden. Tilsidesættelse af sælgers loyale oplysningspligt kan let forveksles med sælgers svig, men afgrænsningen er ikke så åbenbar. Dette har domstolene fastslået i deres praksis.

I U 2001.1293 H⁶⁶ havde sælger fortiet væsentlige oplysninger om den branche som målvirksomheden befandt sig i. Domstolene mente ikke, at dette forhold alene var væsentligt for bedømmelsen af sælgers loyale oplysningspligt, da køber mentes at burde have været opmærksom herpå i sin due diligence-undersøgelse. En fortielse af væsentlige forhold kan dermed ikke i sig selv være årsag til tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt.

Med Højesterets afgørelse i U 2004.1784 H⁶⁷ fastslås sælgers loyale oplysningspligt som en grov fortielse af flere væsentlige forhold, som køber ikke havde kendskab til. Det var her aftalt, at køber undlod at foretage en due diligence-undersøgelse, hvormed køber påtog sig enhver risiko for mangler. Højesteret fandt aftalen urimelig, da sælgers fortielse var i så alvorlig grad, at aftalen kunne gøres ugyldig.

⁶⁶UfR 2001.1293 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.3.

⁶⁷UfR 2004.1784 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.3.

Med disse afgørelser vurderes det, at der skal være tale om en alvorlig misligholdelse af sælgers loyale oplysningspligt før en overdragelsesaftale kan udløse mangelsbeføjelser for køber. I tilfælde af købers manglende eller begrænsede due diligence-undersøgelse skal fortielsen være af grovere karakter. I U 2018.2879 Ø⁶⁸ vurderede Højesteret, at sælger ikke ved afgivelse af en erklæring kunne afskrive sig forhold, som han ifølge domstolene burde være opmærksom på. Der var tale om en grov misligholdelse efter omstændighederne. Afgørelsen viser, at domstolene i praksis tildeler det lige betydning om sælger har kendskab til forholdene, eller om sælger burde have kendskab hertil.

Domstolenes afgørelser må anses for at have afgrænset fortolkningen af sælgers loyale oplysningspligt i henhold til købelovens § 76, stk. 1, nr. 3, i forhold til virksomhedsoverdragelser, ved at sælgers fortielser skal være af særlig væsentlig grad, og at købers sagkundskab om salgsgenstanden spiller en væsentlig rolle ved vurderingen af om en mangel burde være blevet afdækket inden virksomhedsoverdragelsen. Graden af sælgers fortielser må derfor anses for at have direkte indflydelse på kravet til omfanget af købers due diligence-undersøgelse.

3.5 Delkonklusion

I henhold til caveat emptor-princippet i købelovens § 47 kan køber kun påberåbe sig mangler, hvis han har haft skellig grund til ikke at foretage en due diligence-undersøgelse af målvirksomheden, hvis disse mangler ved en sådan undersøgelse ville blive opdaget af ham, eller hvis sælger har handlet svigagtigt. For at undgå eventuelle tvister kan sælger vælge at garantere for visse forhold og dermed påtage sig objektivet ansvar i henhold til garantiens formulering, således at køber ikke har grund til at undersøge de pågældende forhold, jf. U 2009.1598 H.

Domstolene har i sin praksis fundet, at køber er pålagt en pligt til at foretage en due diligence-undersøgelse af målvirksomheden forud for aftalens indgåelse. Der stilles desuden større krav til omfanget af undersøgelsen inden for virksomhedskøb i forhold til almindelige obligationsretlige tvister, jf. bl.a. U 2001.1293 H. Kravet til due diligence-undersøgelsen konkluderes at stige i takt med købers forventede viden om målvirksomheden, jf. princippet i U 1946.644 H.

Det konkluderes, at grænsen for sælgers tilsidesættelse af sin loyale oplysningspligt skal vurderes ud fra en grov culpavurdering, jf. bl.a. U 2004.1784 H. I praksis har det haft den virkning, at køber kun kan påberåbe sig mangler ved sælgers grove tilsidesættelse af sin loyale oplysningspligt.

⁶⁸UfR 2018.2879 Ø. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.3.2.

Sælgers svig kan betegnes som en forsætlig tilsidesættelse af loyalitetspligten, hvilket som udgangspunkt udløser mangelsbeføjelser for køber. Alligevel stilles der i praksis krav til købers due diligence-undersøgelse, når der er tale om en virksomhedsoverdragelse. Hvis det svigagtige forholds væsentlighed er begrænset, eller hvis køber burde være opmærksom herpå, kan køber på trods af sælgers svig risikere at have påtaget sig ansvaret for mangler ved målvirksomheden, jf. U 1994.698 H.

Kapitel 4

Incitamentener til afdækning og allokering af risici

Parternes incitamentener til afdækning og allokering af risici tager afsæt i den neoklassiske teori, hvori udgangspunktet er en profitmaksimerende virksomhed.¹ I dette kapitel vil parternes incitamentener til afholdelse af transaktionsomkostninger i forbindelse med afdækning og allokering af risici ved virksomhedsoverdragelser analyseres fra et rationelt økonomisk perspektiv. Der tages i de følgende afsnit udgangspunkt i afhandlingens case-studie.

4.1 Afholdelse af transaktionsomkostninger

En transaktion omfatter enhver handling, som har en økonomisk konsekvens, hvilket må betyde, at transaktionsbegrebet skal fortolkes bredt. Den økonomiske konsekvens af en handling kan således defineres som en transaktionsomkostning.²

Da transaktionsomkostninger i bred forstand omfatter alle former for omkostninger, kan det være hensigtsmæssigt at inddele disse i kategorier. Transaktionsomkostningerne inddeles typisk i ex ante og ex post transaktionsomkostninger. Afhandlingen koncentrerer sig om ex ante transaktionsomkostninger, som er omkostninger, der afholdes forud for aftalens indgåelse. Disse omkostninger inddeles typisk i henholdsvis søgeomkostninger og forhandlingsomkostninger.³

¹Knudsen (1997, s. 56)

²Knudsen (1997, s. 56)

³Eide, E., & Stavang, E. (2017). *Rettsøkonomi* (1. udgave, 8. oplag ed.). Oslo: Cappelen Damm Akademisk Forlag, s. 129

4.1.1 Søgen på målvirksomhed

I første fase, som består af købers søgen på en virksomhed, er køber ofte nødsaget til at afholde omkostninger i sin søgen. Disse omkostninger betragtes som søgeomkostninger og er ofte i praksis en uundgåelig transaktionsomkostning. Formålet med købers afholdelse af søgeomkostninger er først og fremmest at finde den ideelle målvirksomhed, eftersom et virksomhedskøb ofte er en transaktion af betydelig karakter.⁴ For at finde den optimale målvirksomhed vil køber i praksis benytte sig af en Hidden Information Model (HIM), som har til formål at afdække målvirksomhedens sande karakteristika.⁵

Investeringen i målvirksomheden bør for køber kunne opfylde købers særlige formål, hvilket i henhold til afhandlingens case-studie antages at være opnåelse af en økonomisk gevinst. Af den årsag bør Asics A/S som køber foretage en screening af mulige virksomheder, der kan udgøre et strategisk fit med sin egen virksomhed.⁶ Processen medfører en omkostning, som må forventes at stige i takt med en mere omfattende screening. Spørgsmålet om det optimale omfang af screening må vurderes at være situationsbestemt og afhænge af transaktionens forventede værdi, offeromkostningerne ved søgningen, samt Asics' risikovillighed. Derudover kan en sælger stille oplysninger om en potentiel målvirksomhed til rådighed, således at Asics' søgeomkostninger reduceres. Asics bør dog være opmærksom på, at sælgeren kan forventes at handle i egen interesse. Sælgeren har således et klart incitament til at tilbageholde negative oplysninger om en målvirksomhed, med det formål at virksomheden fremstår så værdifuld som muligt.

Asics' beslutninger om valg af målvirksomhed kan illustreres ved en modificeret beslutningsmodel, som er baseret på Hidden Information Model. Denne beslutningsmodel er illustreret i Figur 4.1. Ifølge Hidden Information Model bør Asics foretage en screening baseret på sin egen indsamling af informationer om målvirksomheden, hvis informationsomkostningerne er lave.⁷ Hvis informationsomkostningerne derimod er høje, afhænger screeningen af pålideligheden af sælgers informationer. En screening baseret på sælgers informationer må således afhænge af en vis tillid til de af sælger fremstillede oplysninger.⁸

Da sælger har et klart incitament til at tilbageholde negative informationer om målvirksomheden, kan sælgers informationer ikke antages at være pålidelige. Af den årsag bør en køber i sin søgen på den optimale målvirksomhed foretage en screening

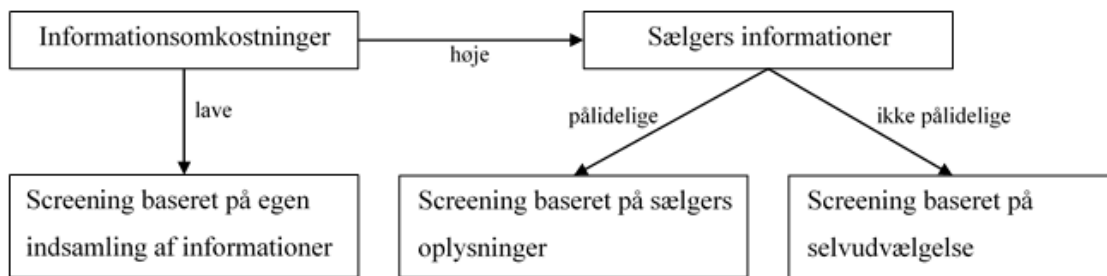
⁴Petersen, B., & Østergaard, K. (2018). Reconciling contracts and relational governance through strategic contracting. *Journal of Business & Industrial Marketing*, 33(3), s. 268

⁵Bergen, M., Dutta, S., & Walker, O. C. (1992). Agency Relationships in Marketing: A Review of the Implications and Applications of Agency and Related Theories. *Journal of Marketing*, 56(3), s. 6-7

⁶Petersen og Østergaard (2018, s. 272)

⁷Bergen, Dutta, og Walker (1992, s. 6)

⁸Bergen et al. (1992, s. 6-7)



Figur 4.1: Købers beslutningsmodel i fase 1

baseret på selvudvælgelse. Det vil sige at Asics bør stille krav til sælger om bestemte forhold ved målvirksomheden, som skal afdække både positive og negative forhold ved målvirksomheden.⁹ Det er her en forudsætning, at Asics på forhånd har gjort sig overvejelser om, hvordan målvirksomheden vil opfylde formålet med erhvervelsen.

4.1.2 Forhandling af vilkår

Når Asics A/S som virksomhedskøber har fundet en virksomhed, som selskabet ønsker at købe og eventuelt integrere i sin egen virksomhed, indledes afholdelsen af transaktionsomkostninger ex ante i anden fase. I denne fase tager Asics i henhold til afhandlingens case-studie kontakt til ejeren af Endomondo ApS med henblik på at forhandle vilkår for overtagelse af virksomheden. Denne fase er særligt relevant i erhvervsjuridisk perspektiv, da parterne ved forhandling af kontraktvilkår vil varetage egne interesser om størst muligt overskud samt begrænsning af ansvar.¹⁰

Ved kontraktforhandling vil parterne, for at undgå at hæfte for eventuelle mangler i Endomondo, forsøge at pålægge den anden part de kommercielle risici. I forbindelse med kontraheringen vil parterne ofte lade sig rådføre af enten interne eller eksterne rådgivere, herunder bl.a. advokater. Fælles for både interne såvel som eksterne rådgivere er, at de i forbindelse med forhandling af kontrakten vil kræve et honorar for deres arbejde.

Der findes både fordele og ulemper ved anvendelse af advokater til forhandling af kontrakten på vegne af parterne. Fordelene for Asics ved at modtage rådgivning er, at de fleste juridiske uklarheder bliver afdækket og at ansvaret for eventuelle usikkerheder i videst mulige omfang bliver pålagt sælgeren, som i case-studiet er Under Armour Europe B.V. Ulempen for Asics er, at professionel rådgivning kan blive en dyr fornøjelse, såfremt der er mange risikable forhold ved Endomondo, som skal afdækkes. Samtidig har eksterne rådgivere, ligesom købere og sælgere, et incitament til at varetage egne interesser. Desu-

⁹Bergen et al. (1992, s. 7)

¹⁰Hansen og Lundgren (2019, s. 249)

den kan forhandlingerne fordyres yderligere, hvis Under Armour også vælger at benytte sig af professionel rådgivning til forhandling af kontraktvilkårene.

Når advokater forhandler på vegne af en part, benytter de sig ofte af konventionel kontrahering, hvilket koncentrerer sig om at minimere risikoen for ansvar hos den pågældende part. I praksis er denne form for kontrahering ikke særlig værdiskabende for parterne, da der ikke er et kommercielt fokus.¹¹ The International Association for Contract & Contract Management (IACCM) har hvert år gennemført en bred spørgeskemaundersøgelse om hvilke forhold, der forhandles med den højeste frekvens mellem deres respondenter. I den senest offentliggjorte undersøgelse fra 2011 var de hyppigst forhandlede forhold: ”1) Limitation of liability, 2) Indemnification, 3) Price/charge/price change, 4) Intellectual property, 5) Payment.” Dette står i skarp kontrast til det som respondenterne opfattede som værdiskabende: ”1) Change Management, 2) Scope and Goals, 3) Responsibilities of the parties, 4) Communications and Reporting, 5) Performance/guarantees/undertakings.”¹²

De betingelser, der typisk forhandles om, kan karakteriseres som traditionelle og af reaktiv karakter. De stammer fra den klassiske kontraktret, hvor det primære fokus i bred forstand vedrører risiko- og rettighedsallokering mellem parterne i tilfælde af at kontrakten misligholdes af den ene part.¹³ Der forhandles typisk om ansvarsreguleringen, således at den ene part kun kan ifalde erstatningsansvar, hvis denne har handlet groft culpøst eller forsætligt (limitation of liability), og begrænsning på størrelsen af et eventuelt erstatningskrav (indemnification). Herudover forhandles der om prisen samt prisændringer (price/charge/price change), retten til immaterielle aktiver (intellectual property) og betalingsmåden (payment). Der er dermed ikke fokus på værdiskabende aktiviteter, men i stedet allokeringen af risici.

Af værdiskabende forhandlingspunkter prioriterede respondenterne muligheden for integration af målvirksomheden (change management) højest. Her forhandles typisk i forhold til aktivspecifitet, og hvordan målvirksomheden kan tilpasses, således at den kan integreres i købers virksomhed med lavest mulige omkostninger. Derudover vægtede respondenterne parternes målsætning og måden, hvorpå målene skal nås (scope and goals), som et vigtigt punkt ved kontraktkontraheringen. Respondenterne fandt det desuden vigtigt, at der kontraheres om parternes forpligtelser over for hinanden (responsibility of the parties), hvor særligt kommunikation (communications and reporting) og indsatsforpligtelser (performance/guarantees/undertakings) fandtes særligt relevant.

Der har gennem de seneste 10 år, hvor IACCM har foretaget disse empiriske undersøgelser,

¹¹Østergaard, K. (2014). Relevansen af interdisciplinær forskning og empiri i samfundsvidenskaben. *Retfærd*, Årg. 37(nr. 146 = nr. 3), s. 5-6,

¹²Østergaard (2014, s. 5)

¹³Østergaard (2014, s. 6)

været meget få forskydninger i, hvad der faktisk anvendes mest tid på at forhandle om, og hvad der efter respondenterne opfattes som merværdiskabende. Der er således empirisk evidens for, at der er et misforhold mellem det som de juridiske forhandlere bruger tid og dermed transaktionsomkostninger på, sammenholdt med det som kan bidrage til at skabe økonomisk merværdi.¹⁴ Ifølge rapporten vil virksomhederne kunne forbedre deres økonomiske resultat med 5-7% ved at ændre fokus fra konventionel til strategisk kontrahering.¹⁵

Med formålet om at opnå økonomisk profit vil det med udgangspunkt i de empiriske undersøgelser være mere fordelagtigt for parterne, hvis de prioriterer fællesoptimering fremfor egenoptimering, da transaktionsomkostninger til forhandling om ansvarsbegrænsning elimineres eller begrænses.

4.2 Asymmetrisk information

Ved en generel fortolkning af asymmetrisk information forstås, at den ene part har mindre information end den anden. Selvom asymmetrisk information udspringer af principal-agentteorien, kan problemstillingens principper alligevel anvendes til analysering af en given problemstilling, når der er tale om kontrahering mellem to parter, hvor den ene har mindre information end den anden.

I forbindelse med virksomhedsoverdragelser er det ofte tilfældet, at der eksisterer asymmetrisk information i forhold til parternes kendskab til målvirksomheden. Den part med mest information har således mulighed for at handle opportunistisk uden at kunne blive opdaget heri af den anden part.¹⁶ I praksis er det typisk sælger, som besidder flest oplysninger om målvirksomheden og sælger har således mulighed for at handle i egen interesse uden at køber kan opdage ham heri,¹⁷ hvilket øger risikoen for sælgers udnyttelse af informationsproblemet adverse selection.

Informationsproblemet adverse selection består i, at den ene parts informationer holdes skjult for den anden part. Det karakteristiske ved dette asymmetriske informationsproblem er, at det eksisterer før kontraktindgåelsen, og det har derfor karakter af et ex ante problem.¹⁸ Informationsproblemet kan eksempelvis ses i et marked, hvor kun sælger har information om en salgsgenstand, og hvor denne information ikke er tilgængelig for køber. Akerlof (1970) påviser dette for brugtvoغنsmarkedet i USA.¹⁹ I det undersøgte bilmar-

¹⁴Østergaard (2014, s. 6)

¹⁵Østergaard (2014, s. 7)

¹⁶Knudsen (1997, s. 164)

¹⁷Se eventuelt afsnit 3.4.2.

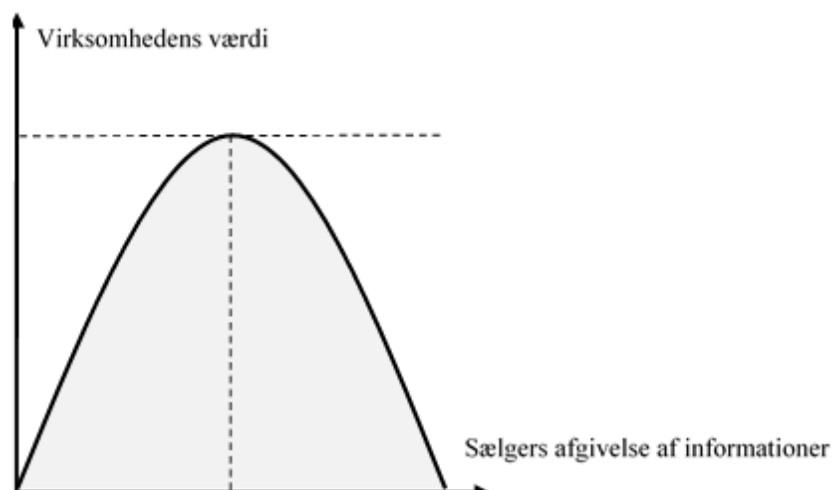
¹⁸Knudsen (1997, s. 165)

¹⁹Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics, 84(3), s. 488–500

ked vil sælger typisk have information om, hvorvidt hans bil er af god eller dårlig stand. Køber har ikke adgang til denne information og vil derfor byde en gennemsnitspris, da de ved at kun nogle biler er i god stand, mens andre ikke er. Konsekvensen er at såfremt gennemsnitsprisen ligger under sælgers reservationspris for en god bil, så vil sælger ikke sætte bilen til salg. Således vil markedet teoretisk set kun bestå af 'dårlige biler', også kaldet 'lemons', hvilket til gengæld vil få køberne til at byde en endnu lavere pris.

Princippet i Akerlof (1970) illustrerer tilsvarende, hvordan informationsproblemet kan have indflydelse på virksomhedsoverdragelser, hvor der eksisterer asymmetrisk information. Hvis køberen ikke er bekendt med alle informationer om målvirksomheden, vil han tilbyde en pris der er lavere end den forventede værdi af målvirksomheden. Dette gør køber, fordi han har information om at nogle virksomheder har skjulte negative overraskelser efter købet. Således risikerer køber og sælger at undvige en virksomhedsoverdragelse, som kunne komme begge parter til gode.

Hvis værdien af målvirksomheden efter sælgers vurdering er højere end den pris som køber har budt, kan sælger have interesse i, at nogle udvalgte informationer om målvirksomheden bliver kendt af køberen. Dette giver sælgeren et incitament til at afgive positive informationer til køberen, således at køberens værdiansættelse af målvirksomheden øges. Dog er det væsentligt, at denne information er troværdig set fra køberens synsvinkel. En oplagt måde, hvorpå troværdigheden af sælgerens afgivne informationer kan øges, er at der ændres i risikofordelingen, således at sælgeren stiller en garanti for, at de afgivne informationer er sande.²⁰



Figur 4.2: Sælgers incitament til afgivelse af informationer

²⁰Knudsen (1997, s. 167)

Figur 4.2 illustrerer hvordan sælgerens afgivelse af positive informationer påvirker køberens værdiansættelse. Sælgeren har dog kun incitament til at oplyse køber om positive informationer ved målvirksomheden, da negative informationer må antages at medføre et fald i målvirksomhedens forventede værdi set ud fra køberens perspektiv. Således har Under Armour kun incitament til at afgive information frem til den lodrette stiplede linje. Dette forhold er særlig relevant for Asics at være opmærksom på, da selskabet, på baggrund af Under Armour's manglende incitament til oplysning af negative forhold, selv skal søge at indhente disse negative oplysninger om Endomondo.

4.3 Spilteoretisk analyse

Spilteorien bygger på idéen om et spil, som spilles af agenter, hvor hver agent har forskellige strategier at vælge imellem, og hvor resultatet for den enkelte agent er afhængigt af de øvrige agenter strategivalg.²¹ Inden for virksomhedsoverdragelser opereres der grundlæggende med to agenter, som består af køber og sælger. I den neoklassiske teori er agenterne rationelle, men inden for spilteorien kan agenterne have begrænset og asymmetrisk information,²² hvilket harmonerer med informationsproblemet.²³ I spilteorien sondres der mellem non-kooperative og kooperative spil.²⁴

4.3.1 Non-kooperativt spil med komplet viden

Inden for non-kooperativ spilteori handler agenterne i overensstemmelse med den neoklassiske teori om profitmaksimering. Der sondres mellem spil i henholdsvis normal form og spil i ekstensiv form. Fælles for spil i både normal form og i ekstensiv form er, at det er vigtigt at specificere, hvilke informationer hver enkelt agent har. Hvis tilfældet er, at hver agent kender sine egne, men ikke den anden agents strategi og payoff, så er der tale om et spil med komplet, men imperfekt viden. Spil med inkomplet viden foreligger når en agent mangler viden om, hvilke payoffs den anden agent modtager.²⁵

Normal form

Spil i normal form, hvor der er to spillere med hver to strategier, kan repræsenteres ved en matrix. Et kendt scenarie er prisoners dilemma, illustreret i Tabel 4.1, som bruges til at vise en række forskellige interaktionssituationer. Der findes i scenariet to fanger, som hver

²¹Eide og Stavang (2017, s. 122)

²²Tvarnø og Nielsen (2017, s. 433)

²³Knudsen (1997, s. 165)

²⁴Knudsen (1997, s. 90)

²⁵Knudsen (1997, s. 90)

har valget mellem to strategier: 1) samarbejde med den anden fange, eller 2) at angive den anden fange. Fangernes payoffs består i scenariet af antal års fængsel.

Tabel 4.1: Prisoner's dilemma

F1/F2	Samarbejde	Angive
Samarbejde	-1,-1	-6,0
Angive	0,-6	-5,-5

I prisoners dilemma-situationen er strategien "angive" dominerende, da spillernes payoffs ved dette strategivalg er bedre end valget om at samarbejde, under forudsætning af at der eksisterer komplet, men imperfekt viden.²⁶ Det Kaldor-Hicks efficiente strategivalg, som maksimerer agenternes samlede payoff, ville være opnået, hvis begge fanger havde valgt strategien "samarbejde".

I forbindelse med virksomhedsoverdragelser må det antages, at hver af agenterne ikke kender den anden agents payoffs ex ante, hvilket betyder, at der eksisterer inkomplet viden. Desuden vil der typisk eksistere asymmetrisk information, hvor sælgeren forventes at have mere viden om salgsgenstanden end køberen.²⁷ Der tages derfor i dette spil udgangspunkt i traditionel kontrahering, hvor agenternes payoffs bestemmes ud fra deres transaktionsomkostninger ex ante, samt risikoen for ansvaret for mangler ved målvirksomheden ex post.

I Tabel 4.2 er købers strategier bestemt ved foretagelse af en due diligence-undersøgelse af målvirksomheden eller undladelse heraf. Sælgers strategier er derimod at stille garantier for eventuelle mangler, eller at sælge målvirksomheden "som beset". Matricen er opstillet under den forudsætning, at sælger hæfter objektivt for mangler ved at stille garanti herfor, samt for mangler som køber forventes at opdage i sin due diligence-undersøgelse. Køber har i forvejen afholdt søgeomkostninger, der i matricen antages at have værdien -1. Omkostningerne ved købers due diligence-undersøgelse antages at have værdien -1, mens manglerne ved målvirksomheden antages at have værdien -10.

Af matricen i Table 4.2 kan det udledes, at sælger har en svagt dominerende strategi ved at vælge ikke at stille nogen garanti. Hvis køber på forhånd kender til sælgers strategier, så vil han foretage en due diligence-undersøgelse for ikke at ifalde ansvar for mangler, som i spillet antages at have værdien -10. Hvis køber besidder imperfekt viden, og dermed ikke kender til sælgers payoffs, vil han foretage sit strategivalg efter hans eget forventede

²⁶Dutta, P. K. (1999). *Strategies and Games: Theory and Practice*. Cambridge, Mass: The MIT Press.

²⁷Se eventuelt afsnit 3.4.2.

Tabel 4.2: Sælgers og købers spilmatrix

Sælger/Køber	Due diligence	Ingen due diligence
Garanti	-10,-2	-10,-1
Ingen garanti	-10,-2	0,-11

payoff.²⁸ Dette er tilfældet i Tabel 4.3. Hvis sandsynligheden for at sælger vil stille en garanti er 50%, så vil købers forventede payoff i spillet være -2 ved foretagelse af en due diligence-undersøgelse, mens det vil være -6 ved undladelse heraf.²⁹

Tabel 4.3: Sælgers og købers spilmatrix med imperfekt viden for køber

Sælger/Køber	Due diligence	Ingen due diligence
Garanti	?,-2	?,-1
Ingen garanti	?,-2	?,-11

Det fremgår således, at Asics, i et spil uden kommunikation, vil have incitament til at foretage en due diligence-undersøgelse under de antagne omstændigheder. Asics' strategivalg vil øge transaktionsomkostningerne, hvilket uanset ansvarsfordelingen vil mindske parternes samlede payoff.

Ekstensiv form

I modsætning til spil i normal form, hvor agenterne træffer deres beslutninger simultant, så træffer agenterne ved spil i ekstensiv form deres beslutninger i en bestemt rækkefølge. Beslutningerne træffes baseret på de informationer som de har til rådighed ved hver eneste beslutning.³⁰ Spil i ekstensiv form repræsenteres normalt ved et beslutningstræ, hvor den ene agent vælger sin strategi først, hvorefter den anden agent vælger sin strategi på baggrund af den første agents strategivalg.

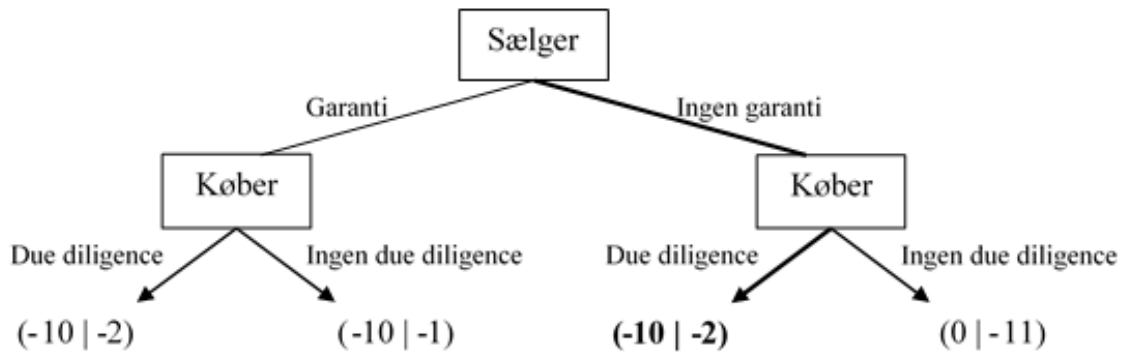
Med udgangspunkt i virksomhedsoverdragelsesscenariet viser Figur 4.3, at sælgeren typisk vil træffe beslutning om garantistillelse før køberen træffer beslutning om foretagelse af en due diligence-undersøgelse. Asics er dermed som køber bevidst om Under Armour's

²⁸Eide og Stavang (2017, s. 120)

²⁹Dutta (1999, s. 103)

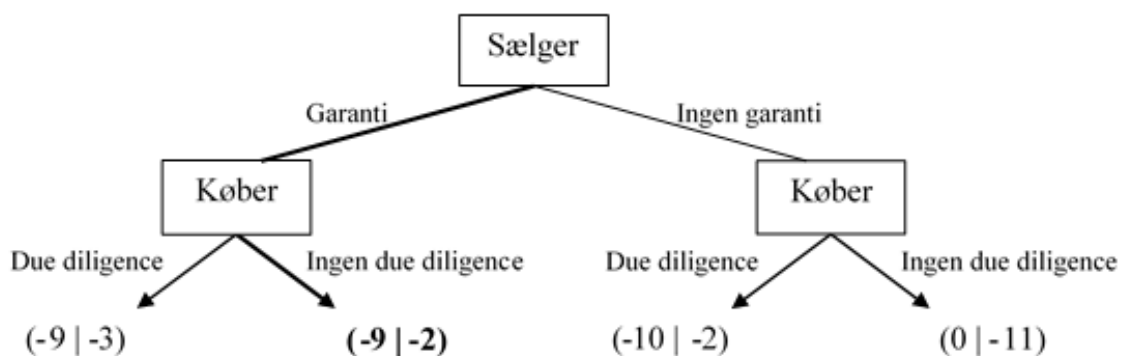
³⁰Knudsen (1997, s. 92)

strategivalg på forhånd, hvilket betyder at Asics kan træffe sin beslutning om foretagelse af en due diligence-undersøgelse på baggrund af Under Armour's garantierklæring.



Figur 4.3: Sælgers garanti og købers due diligence i ekstensiv form

Spillet i ekstensiv form kan løses ved hjælp af baglæns induktion. Under samme forudsætninger som tidligere antaget, så vil Under Armour ikke have incitament til at stille garanti, hvilket betyder at Asics har valget mellem at foretage en due diligence-undersøgelse og få -2 i payoff i stedet få -11 ved ikke at foretage en due diligence-undersøgelse. Resultatet er værdioptimerende for Asics på baggrund af Under Armour's strategivalg, men resultatet medfører ikke Kaldor-Hicks efficiens. Det efficiente resultat af strategivalg vil i scenariet opnås ved at Under Armour stiller en garanti, således at Asics' transaktionsomkostninger mindskes. Hvis det antages, at Asics vælger at afgive et bud for virksomheden, som er betinget af, at Under Armour stiller en garanti, kan et efficient resultat opnås. Dette er tilfældet i Figur 4.4.



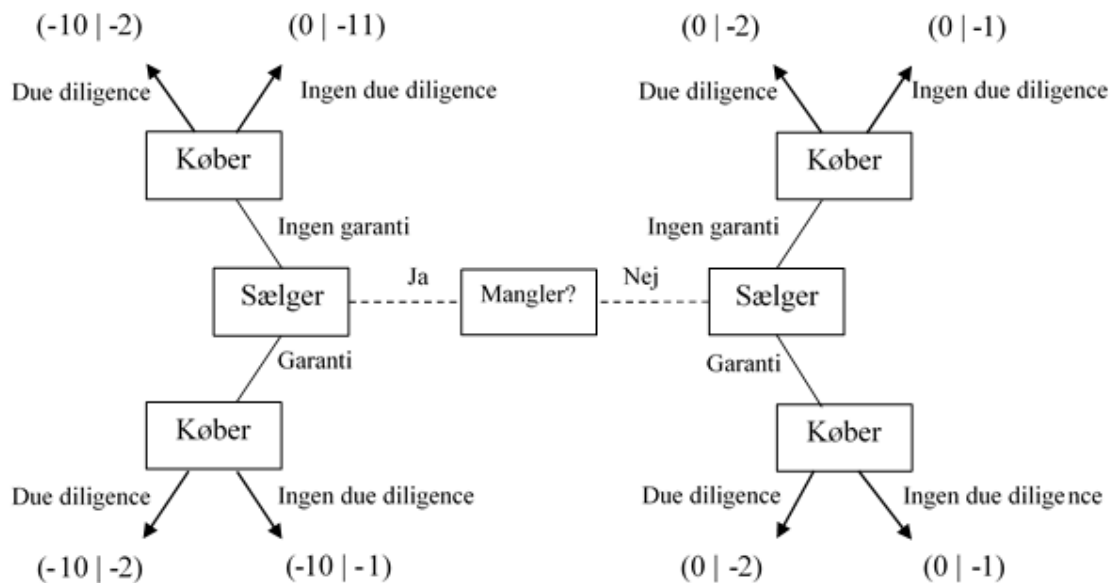
Figur 4.4: Krav til sælgers garanti og købers due diligence i ekstensiv form

Af spillet kan det udledes, at Under Armour med et betinget bud fra Asics på 1, vil ændre strategivalg til "garanti", da selskabet vil blive økonomisk kompenseret for det forventede

tab. Asics vil dermed ikke have incitament til at foretage en due diligence-undersøgelse, hvilket betyder at scenariet vil ende i Kaldor-Hicks efficiens.

4.3.2 Non-kooperativt spil med begrænset information

Ofte besidder agenterne i et spil begrænset information. Dette må antages at være tilfældet i virksomhedsoverdragelser, hvor sælgeren typisk har mere information om salgsobjektet end køberen.³¹ Under antagelse af at køberen har begrænset information om målvirksomhedens karakteristika, så kan denne information søges afdækket ved iagttagelse af sælgers handlinger ex ante.³² Såfremt Under Armour på forhånd ved, at der ikke eksisterer mangler ved målvirksomheden Endomondo ApS, kan Under Armour's valg om garantistillelse afspejle denne information. For at eksemplificere scenariet, kan det opstilles i et spiltræ med to muligheder for sælger, hvor Asics ikke har kendskab til eventuelle mangler. Et sådan spiltræ er illustreret i Figur 4.5. Scenariet er opstillet i et forholdsvis simpelt spil, da et mere udvidet spil vurderes at være af for omfattende karakter.



Figur 4.5: Spil med asymmetrisk information og 'signaling'

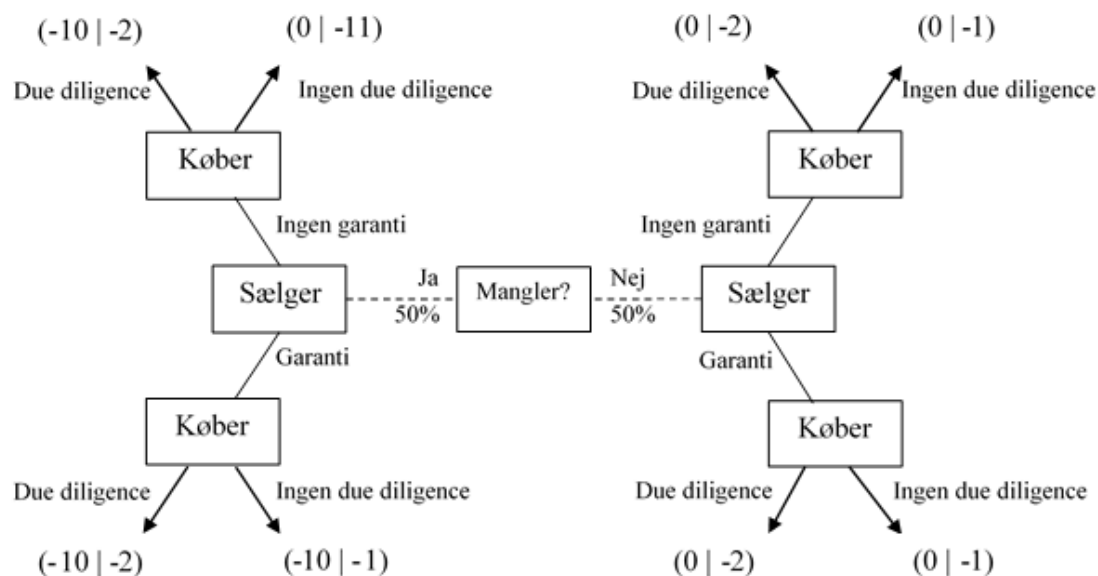
Under antagelse af, at der eksisterer asymmetrisk information, og Under Armour har fuld information om mangler ved Endomondo, vil Under Armour's valg af strategi kunne afsløre om Endomondo indeholder mangler eller ej. Såfremt der eksisterer mangler ved Endomondo, så vil Under Armour ikke have incitament til at stille nogen garanti, og

³¹Se eventuelt afsnit 3.4.2.

³²Baird, Gertner, og Picker (1998). Game Theory and the Law. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, s. 125

Asics bør således foretage en dybdegående due diligence-undersøgelse for at få afdækket manglerne, da selskabets forventede payoff vil blive større herved. Hvis der derimod ikke er mangler ved Endomondo, så vil Under Armour ud fra et omkostningsperspektiv være indifferent mellem valget af garantistillelse. Asics ved dog, at undladelse af en due diligence-undersøgelse er den optimale strategi under forudsætning af, at sælger stiller en garanti.

Hvis det antages at Under Armour har samme informationsgrundlag som Asics, og dermed ikke ved om der eksisterer en mangel ved Endomondo, vil Under Armour's strategivalg være betinget af Asics' strategivalg. Spillet vil således kunne løses ved anvendelse af baglæns induktion. Under antagelse af at der er 50% sandsynlighed for at der eksisterer mangler ved Endomondo, så skal Asics' forventede payoff ved udøvelse af hver af sine strategier udregnes. Et sådan spiltræ er illustreret i Figur 4.6.



Figur 4.6: Spil med betinget information og 'signaling'

Hvis Under Armour stiller en garanti, så vil Asics have et forventet payoff på -2 ved foretagelse af en due diligence-undersøgelse, mens undladelse heraf vil medføre et forventet payoff på -1. Hvis Under Armour derimod ikke stiller en garanti, vil Asics opnå et forventet payoff på -2 ved foretagelse af en due diligence-undersøgelse, mens undladelse heraf vil medføre et forventet payoff på -6.

Når Under Armour ved hvilken strategi Asics vil vælge, kan Under Armour tage stilling til hvilken strategi selskabet selv skal vælge. Ved at stille en garanti, så vil Under Armour opnå et forventet payoff på -5 uanset Asics' strategivalg. Ligeledes vil Under Armour

opnå et forventet payoff på -5, hvis selskabet ikke stiller en garanti, eftersom Asics uden en garantistillelse vil foretage en due diligence-undersøgelse. Som sælger vil Under Armour således under disse antagelser være indifferent ved sit valg om afgivelse af garantier. Under Armours risikoprofil kan ikke anses for at have nærmere betydning for strategivalget.

Eftersom Asics har færre omkostninger ved at undlade at foretage en due diligence-undersøgelse, og Under Armour er indifferent i forhold til afgivelse af garantier, vil Asics have interesse i at foretage initiativer med henblik på at give Under Armour incitamentet til at afgive garantier. Dette er dog under forudsætning af at omkostningerne ved disse initiativer ikke overstiger omkostningerne ved en due diligence-undersøgelse.

4.3.3 Kooperativt spil

Modsat non-kooperative spil, så har agenterne i et kooperativt spil fokus på at fællesoptimere med henblik på at skabe Kaldor-Hicks efficiens. Denne type spil søger at opnå samme resultat som respondenterne i IACCM's undersøgelse fandt værdiskabende.³³ Det højest prioriterede forhandlingspunkt var muligheden for integration af målvirksomheden. Værdien af målvirksomheden kan være differentieret fra sælger til køber, da en køber med integration af målvirksomheden kan opnå en værdiforøgelse, såfremt målvirksomheden passer ind i købers virksomhed.³⁴ En køber har derfor en væsentlig interesse i at få afdækket gevinstmuligheden, samt risikoen for komplikationer ved integration af målvirksomheden.

En sælger kan delvist antages at have samme interesse som køber, da en højere værdi for køber må forventes at øge hans reservationspris og samtidig gøre forhandlingsspændet større.³⁵ Alene af den årsag har sælger en økonomisk interesse i at være køber behjælpelig, således at integrationen vil forventes at medføre en merværdi for køber. En måde, hvorpå sælger kan være køber behjælpelig, er ved afgivelse af oplysninger om målvirksomheden. Hvis sælger vælger denne løsning, så mindskes den asymmetriske information, hvilket vil være i købers interesse, da omfanget af due diligence-undersøgelsen således kan begrænses.³⁶

Det kooperative spil vil minde om det non-kooperative spil, med den undtagelse at købers omkostninger i forbindelse med en due diligence-undersøgelse må forventes at falde. Med udgangspunkt i scenariet i afhandlingens case-studie, så vil Asics på baggrund af de afgivne informationer fra Under Armour opnå en besparelse i sin due diligence-undersøgelse. Denne besparelse antages i dette afsnit at udgøre 50% af due diligence-undersøgelsesomkostningerne, som i forrige afsnit antoges at være 1.

³³Se eventuelt afsnit 4.1.2.

³⁴Petersen og Østergaard (2018, s. 272)

³⁵Se eventuelt Figur 4.2.

³⁶Se eventuelt afsnit 4.2.

Asics' incitament til foretagelse af en due diligence-undersøgelse vil stadig være gældende, såfremt Under Armour vælger ikke at stille en garanti. Med omkostningsbesparelsen vil Asics opnå et forventet payoff på -1,5 i stedet for -2 ved foretagelse af sin due diligence-undersøgelse. Såfremt Under Armour stiller en garanti, så vil Asics fortsat ikke have incitament til at foretage en due diligence-undersøgelse.

4.4 Delkonklusion

I forbindelse med en virksomhedsoverdragelse afholder køber transaktionsomkostninger i sin søgen på en målvirksomhed samt ved forhandling af kontraktvilkår. Købers formål er at minimere risikoen for, at målvirksomheden ikke lever op til dens formål. Forhandlingsfasen konkluderes ikke at være optimal, da parternes incitamentsstrukturer gør, at transaktionsomkostninger i højere grad afholdes med henblik på risikoallokering fremfor fælles værdioptimering.

Det konkluderes, at der ved virksomhedsoverdragelser eksisterer asymmetrisk information, da sælger besidder mere information om målvirksomheden end køber. Det giver sælger mulighed for at handle opportunistisk som følge af adverse selection. Det er således købers eget ansvar at undersøge de negative forhold om målvirksomheden, givet købers ønske om et mere informativt beslutningsgrundlag.

I tilfælde af at der eksisterer usikkerhed om mangler ved målvirksomheden, kan sælger stille en garanti for at der ikke eksisterer mangler, således at køber ikke behøver at foretage en due diligence-undersøgelse. Sælgers incitament til at stille en garanti bestemmes af hans kendskab til målvirksomheden, samt den pris køber vil betale for sikkerhedsstillelsen. Det konkluderes, at sælger ikke har incitament til at stille en garanti, medmindre at han kompenseres herfor. En typisk anvendt kompensationsform består i en højere pris for målvirksomheden. Et Kaldor-Hicks efficient resultat findes ved at køber ikke foretager en due diligence-undersøgelse, hvilket kun er tilfældet når sælger stiller en garanti.

Kapitel 5

Købers afdækning af risici

Køber har inden aftaletidspunktet mulighed for at afdække kommercielle risici knyttet til målvirksomheden ved brug af to metoder. Den ene metode består af en due diligence-undersøgelse, som giver køber et reelt indblik i målvirksomheden. Den anden metode består af en forhandling og allokering af ansvar for kommercielle risici over på sælger.

5.1 Due dilligence-undersøgelsen

Due diligence-undersøgelsen er den eneste metode, der giver køber reel indsigt i målvirksomheden og som kan afdække væsentlige negative forhold ved virksomheden. Desuden er det den bedste måde at afdække risici, hvor et garantikatalog ikke beskytter køber tilstrækkeligt.¹ I dette afsnit søges købers due diligence-proces optimeret, således at køber får afdækket kritiske forhold i målvirksomheden med afholdelse af færrest mulige transaktionsomkostninger.

5.1.1 Krav til omfanget af købers undersøgelse

Det er væsentligt på forhånd at have fastlagt, hvilke aftalemæssige konsekvenser købers due diligence-undersøgelse skal have. Rammerne for omfanget af undersøgelsen kan fastlægges mere eller mindre gennem et term sheet eller tilsvarende foreløbigt dokument. Dokumentet vil forudsætte en fuld eller begrænset og fokuseret undersøgelse af målvirksomheden.²

På trods af at købelovens § 47 efter sin ordlyd ikke pålægger køber en undersøgelsespligt, blev det i præmisserne til dommen i U 1994.698/2 H³ fastslået, at køber har en

¹Hansen og Lundgren (2019, s. 265)

²Hansen og Lundgren (2019, s. 261)

³UfR 1994.698/2 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.4.

undersøgelsespligt i forbindelse med virksomhedsoverdragelser.⁴ Det må erkendes, at der kan være vanskeligheder forbundet med at fastlægge det nærmere indhold af undersøgelsespligten for køber. Afhængigt af tidspres, økonomiske ressourcer, købers risikoprofil, mv, vil køber bevidst fravælge at undersøge visse forhold.⁵

Såfremt køber tilkendegiver, at han ikke finder det nødvendigt at undersøge et specifikt område, hvor sælger er bekendt med, at der er forhold af væsentlig betydning for køber, må sælger, for at opfylde sin loyale oplysningspligt, gøre køber opmærksom herpå og opfordre til at inkludere det pågældende område i hans due diligence-undersøgelse.⁶ Grænsen for sælgers loyale oplysningspligt er dog i praksis uklar, hvilket Højesterets bemærkninger i U 1994.698/2 H⁷ har bidraget yderligere til.

I U 2004.1784 H⁸ fastslog Højesteret, at køber accepterer en betydelig risiko for afvigelser i oplysningerne om eller forventningerne til målvirksomheden for forhold, som han ikke har medtaget i sin due diligence-undersøgelse. Dermed fandt Højesteret i sine præmisser, at køber accepterer en vis risiko ved undladelse af eller foretagelse af en begrænset due diligence-undersøgelse. Kravet til købers due diligence-undersøgelse må derfor i høj grad afgøres af købers risikoprofil samt omkostningerne forbundet med undersøgelsen. Herudover har forhold, som sælger har påtaget sig objektivt ansvar for, stor indflydelse på begrænsningen af undersøgelsen.

5.1.2 Optimering af due diligence-processen

I praksis besidder sælgeren typisk flest oplysninger om målvirksomheden, hvilket giver ham mulighed for at handle opportunistisk.⁹ For at udligne den asymmetriske information vil køber i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse foretage en due diligence-undersøgelse, da en sådan undersøgelse er købers eneste mulighed for at opnå reel indsigt i målvirksomheden.¹⁰ Som følge af sælgers incitament til at handle opportunistisk og udnytte informationsproblemet adverse selection, skal køber selv indhente negative informationer om målvirksomheden for at sikre, at prisen for målvirksomheden stemmer tilstrækkeligt overens med den faktiske værdi af virksomheden.

Hvor omfattende en due diligence-undersøgelse køber bør foretage er i både litteraturen og i praksis omdiskuteret.¹¹ I nærværende afsnit antages graden af købers due

⁴Hansen og Lundgren (2019, s. 304)

⁵Hansen og Lundgren (2019, s. 305)

⁶Hansen og Lundgren (2019, s. 305)

⁷UfR 1994.698/2 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.4.

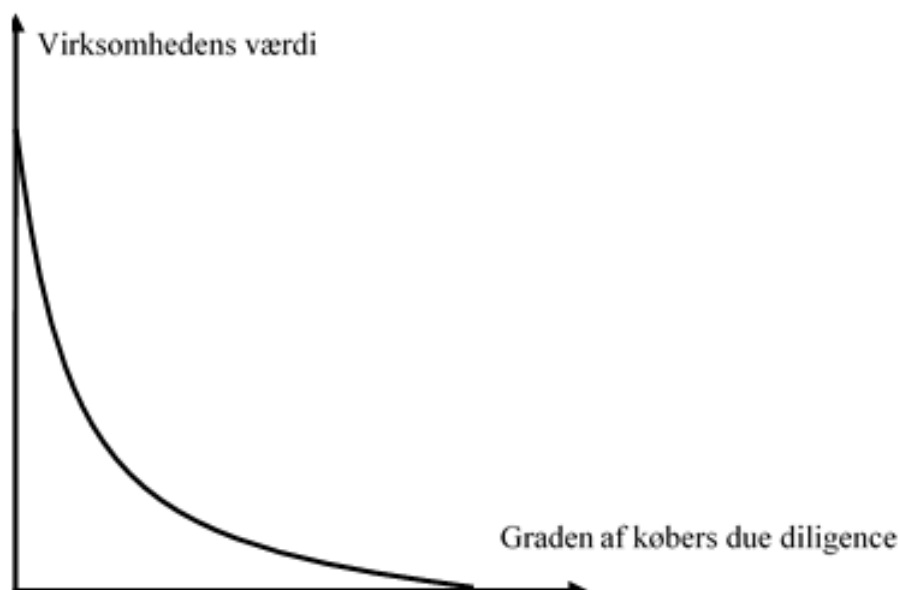
⁸UfR 2004.1784 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.3.

⁹Knudsen (1997, s. 164)

¹⁰Hansen og Lundgren (2019, s. 265)

¹¹Se eventuelt afsnit 3.4.4.

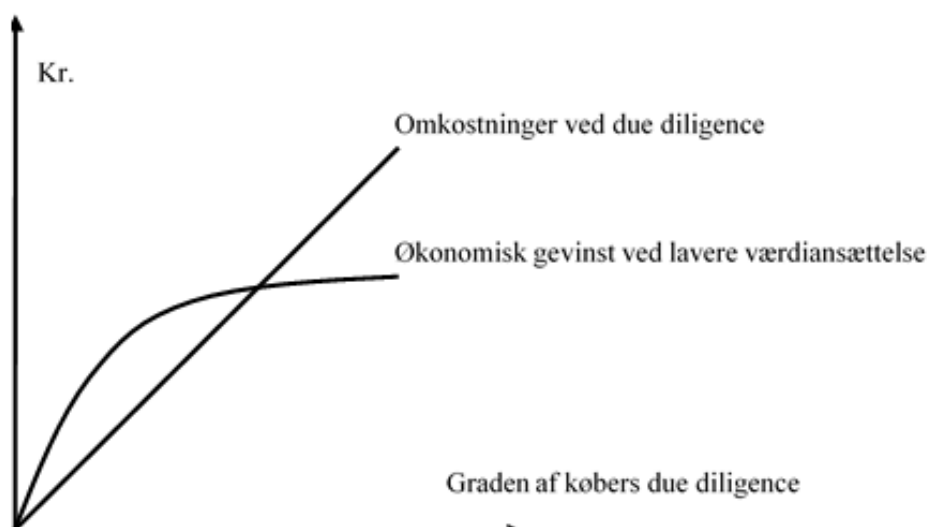
diligence-undersøgelse at have en direkte negativ påvirkning af målvirksomhedens værdi. Figur 5.1 illustrerer, hvordan graden af købers due diligence-undersøgelse har indflydelse på værdiansættelsen af målvirksomheden. Køber vil grundet sine begrænsede økonomiske samt tidsmæssige ressourcer først søge at afdække de væsentligste forhold ved målvirksomheden, som har størst betydning for værdiansættelsen. Due diligence-undersøgelsens påvirkning må således antages at have en aftagende effekt på målvirksomhedens værdi og dermed også prisen for denne.



Figur 5.1: Sammenhæng mellem omfang af due diligence og forventet værdi af målvirksomhed

Det optimale niveau af købers due diligence-undersøgelse afhænger af det konkrete tilfælde, og bestemmes af omkostningerne ved foretagelse af undersøgelsen sammenholdt med den forventede økonomiske gevinst ved afdækning af de negative forhold ved målvirksomheden. Sammenhængen mellem den økonomiske gevinst ved købers lavere værdiansættelse og graden af due diligence-undersøgelsen kan antages at være logaritmisk for at overholde antagelsen om en aftagende funktion. Omkostningerne ved due diligence-undersøgelsen antages at være konstante og kan derfor bestemmes ved en lineær funktion. Gevinsten og omkostningerne ved forskellige grader af due diligence-undersøgelsen er illustreret i Figur 5.2 Det optimale niveau af købers due diligence-undersøgelse kan således findes ved at trække omkostningerne fra den økonomiske gevinst $y = \ln(x) - x$, som må anses for at være købers forventede gevinst ved foretagelse af en due diligence-undersøgelse. Det optimale omfang af købers due diligence-undersøgelse findes ved at finde toppunktet af funktionen. Dette optimeringsproblem er illustreret i Figur 5.3.

Under antagelse af at køber har mulighed for at vælge mellem 15 grader af due dili-



Figur 5.2: Sammenhæng mellem omfang af due diligence og forventet gevinst/omkostninger

gence, kan hans muligheder stilles op som i Tabel 5.1. Under ovenstående antagelser vil køber opnå den maksimale forventede økonomiske gevinst ved at foretage en begrænset due diligence-undersøgelse og vælge grad 6 ud af 15, hvor gevinsten har sit toppunkt med værdien 3,92. Køber har således ikke økonomisk incitament til at foretage yderligere undersøgelser om målvirksomheden og bør dermed acceptere en kalkuleret risiko for de forhold, som forbliver uklare.

Tabel 5.1: Købers økonomiske gevinst ved forskellige omfang af due diligence

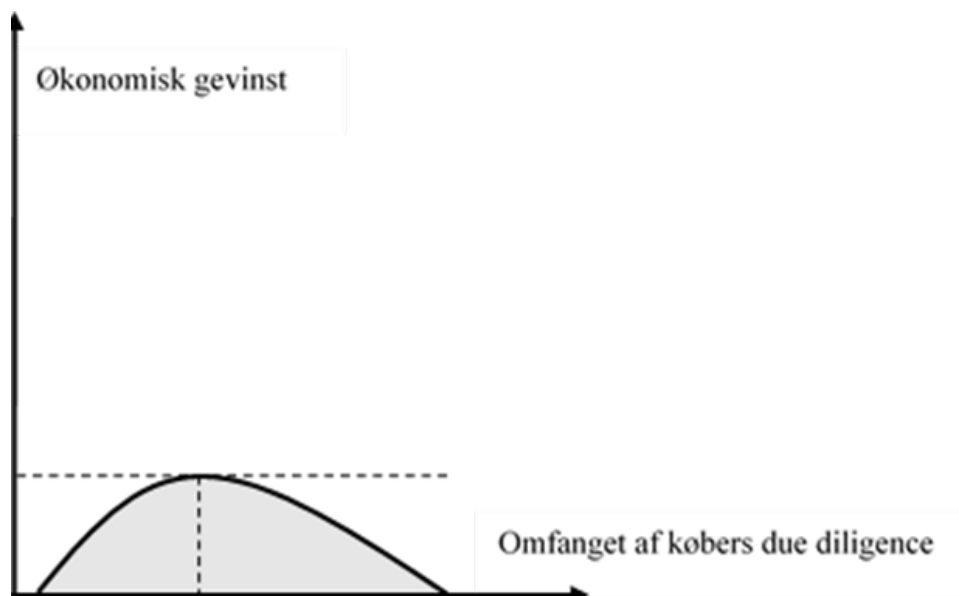
x	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
y	-1	1.84	3.01	3.68	3.91	3.92	3.77	3.52	3.17	2.75	2.28	1.76	1.20	0.61	0.00

5.1.3 Red flag due diligence

En due diligence-undersøgelse kan sigte efter kun at afdække de forhold, som kan have væsentlig betydning for værdiansættelsen af målvirksomheden. En sådan fokuseret undersøgelse kaldes en red flag due diligence-undersøgelse.¹² En red flag due diligence-undersøgelse vil typisk være opdelt i flere faser, hvor køber gradvist undersøger målvirksomheden.

I første fase foretages en overfladisk due diligence-undersøgelse, hvor usikre forhold i due diligence-rapporten markeres med et advarselstegn. Undladelse af yderligere undersøgelser

¹²Hansen og Lundgren (2019, s. 260)



Figur 5.3: Sammenhæng mellem omfang af due diligence og nettogevinst

af de i rapporten markerede forhold vil typisk resultere i, at køber bærer ansvaret herfor, jf. Højesterets præmisser i U 1994.698/2 H.¹³ Af den årsag bør køber vurdere, om det økonomisk kan svare sig at undersøge de pågældende forhold for at afdække risikoen. Forhold, som ifølge red flag due diligence-rapporten ikke udgør en risiko, bør ikke alene kunne danne grundlag for en mere dybdegående undersøgelse, da eventuelle risici burde blive opdaget i forbindelse med undersøgelsen. En fuld undersøgelse af forhold, som ikke vurderes at udgøre en risikofaktor, synes meningsløst, da omkostningerne hertil må forventes at overstige den økonomiske gevinst ved komplet afdækning af det konkrete forhold.¹⁴

I anden fase af undersøgelsen skal der tages stilling til, hvilke forhold som bør undersøges yderligere. Her tages stilling til de konkrete forhold, som i rapporten er markeret med klare advarselstegn. Ved hvert forhold er det nødvendigt på forhånd at foretage en afvejning af forholdets betydning for målvirksomhedens værdi samt omkostningerne forbundet med en fuld undersøgelse. Hvis omkostningerne ved en fuld undersøgelse af de konkrete forhold overstiger den forventede økonomiske gevinst ved afdækning heraf, vil køber ikke have incitament til at foretage undersøgelsen. Dermed bør en risikoneutral køber acceptere en kalkuleret risiko, medmindre at køber i sine forhandlinger kan lykkes at allokere risikoen over på sælger.¹⁵

Formålet med afholdelse af en red flag due diligence-undersøgelse er at afdække mulige risikofaktorer tidligt i forhandlingsprocessen, således at køber opnår et bedre overblik

¹³UfR 1994.698/2 H. Afgørelsen er refereret i afsnit 3.2.4.

¹⁴Se eventuelt afsnit 5.1.2.

¹⁵Se eventuelt afsnit 4.3.3.

over mulige risikofaktorer og komplikationer ved målvirksomheden og samtidig gøres opmærksom på, hvilke forhold som hans due diligence-undersøgelse skal koncentrere sig om. Derudover giver en red flag due diligence-undersøgelse køber mulighed for at undgå afholdelse af yderligere transaktionsomkostninger ved at trække sig fra forhandlingerne tidligt i processen, såfremt investeringen i målvirksomheden vurderes ikke at være økonomisk rentabel eller at være forbundet med for stor usikkerhed.¹⁶

Afholdelsen af en red flag due diligence-undersøgelse vil udligne den asymmetriske information ex ante i størst muligt omfang givet købers interesse i at afholde færrest mulige omkostninger, hvorfor en sådan undersøgelse kan anbefales i de fleste tilfælde når der er tale om virksomhedsoverdragelser.

5.2 Forhandling af ansvar

Selvom due diligence-undersøgelsen giver køber et reelt indblik i målvirksomheden ex ante, kan køber søge at allokere ansvaret for eventuelle kommercielle risici over på sælger. Det kan ske ved at sælger stiller garantier for de konkrete forhold og dermed hæfter objektivt herfor.¹⁷

5.2.1 Sælgers garantier

Sælger afgiver i danske virksomhedsoverdragelsesaftaler garantier i betydeligt større omfang end hvad der ses i andre typer af aftaler. Dette skyldes blandt andet en internationalisering af virksomhedsoverdragelser, hvorefter købere og sælgere har vænnet sig til et stort omfang af garantier og erklæringer. Derudover er en virksomhedsoverdragelse normalt forbundet med en højrisikotransaktion, som gør det rimeligt og nødvendigt, at der etableres dækkende garantier.¹⁸

Når sælger stiller en garanti, hæfter han objektivt for eventuelle mangler uanset købers sagkundskab om målvirksomheden. Køber vil derfor ofte søge at få sælger til at stille en garanti, således at ansvaret pålægges sælger uanset købers eventuelle fravalg af en due diligence-undersøgelse.¹⁹ Sælger har derimod som udgangspunkt ikke incitament til at stille en garanti, medmindre han bliver økonomisk kompenseret herfor.²⁰ Den økonomiske kompensation efterlader et forhandlingsspænd mellem henholdsvis sælgers og købers reservationspris.

¹⁶Hansen og Lundgren (2019, s. 260)

¹⁷Se eventuelt afsnit 3.3.1.

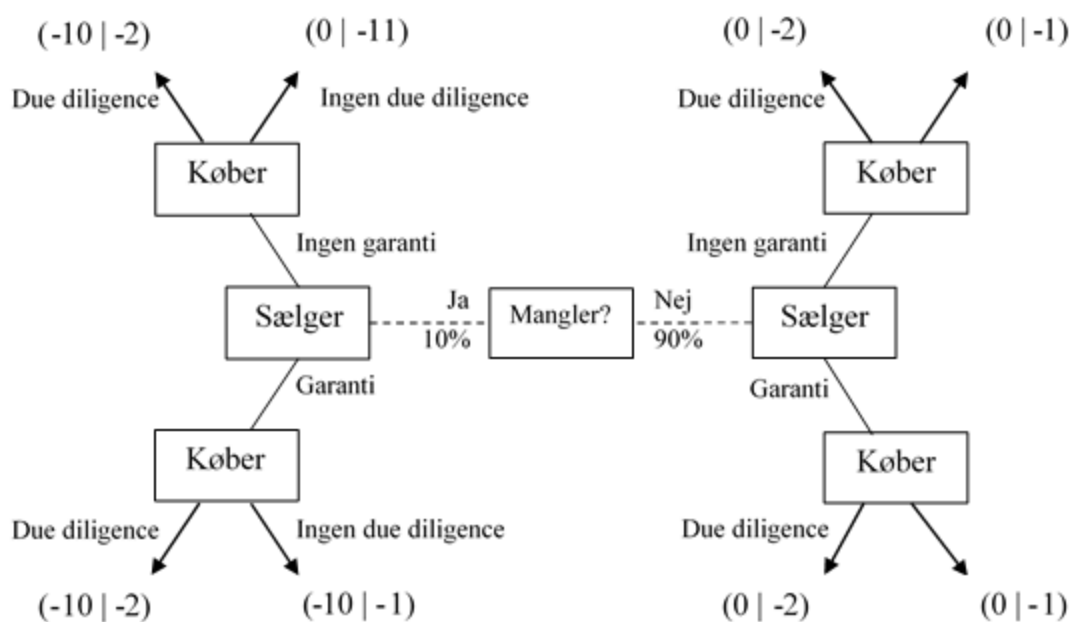
¹⁸Hansen og Lundgren (2019, s. 270)

¹⁹Andersen og Lookofsky (2015, s. 60)

²⁰Se eventuelt afsnit 4.3.1.

Sælgers mindstepris for garantistillelsen afhænger af risikoen for mangler, samt værdien af disse mangler. I Figur 5.4 illustreres påvirkningen af parternes incitament ved en ændring i risikoen for mangler fra 50%, som tidligere antaget i afhandlingen, til 10%.²¹ Med en sådan antagelse om ændring af risikoen for mangler, vil købers forventede payoff ændre sig, såfremt sælger vælger ikke at stille en garanti. Uden en garantistillelse vil køber opnå et forventet payoff på -2, uanset om han foretager en due diligence-undersøgelse eller ej. Hvis køber ikke har incitament til at foretage en due diligence-undersøgelse, vil det være uden betydning om sælger stiller en garanti eller ej. Det kan dermed udledes, at forudsætningen for at der eksisterer et forhandlingsgrundlag hviler på antagelsen om, at det økonomisk skal kunne betale sig for køber at foretage en due diligence-undersøgelse.

Sælgers mindstepris for garantistillelsen kan således forventes at udgøre den kalkulerede risiko for, at der eksisterer en mangel, mens købers maksimumspris udgør de forventede omkostninger til en due diligence-undersøgelse, som forventes at kunne afdække eventuelle mangler.



Figur 5.4: Spil med mindsket risiko for mangler

5.2.2 Strategisk risikodeling

Fordelingen af kommerciel risiko afhænger af, hvorvidt parterne udøver konventionel eller strategisk kontrahering. Ved konventionel kontrahering, som typisk er tilfældet i forbindelse med virksomhedsoverdragelser,²² søger hver part at minimere egen kommerciel risiko

²¹Se eventuelt afsnit 4.3.2.

²²Se eventuelt afsnit 4.1.2.

med henblik på at opnå profit. Parterne kan også, modsat den konventionelle kontrahering, aftale at risikofordelingen tager afsæt i synspunktet om strategisk risikoallokering. Hertil forstås, at risikoallokeringen baseres ud fra parternes risikoprofil og evne til at bære risikoen.²³ Strategisk risikodeling benyttes oftest når der er tale om længevarige kontrakter, og dermed ikke enkeltstående transaktioner såsom virksomhedsoverdragelser. Af den årsag bør kontrakten udelukkende benytte sig af risikodelingsprincippet, såfremt situationen taler herfor.²⁴

Da der ikke synes at være tilstrækkelig retspraksis på området, vurderes parternes retstilstand at være usikker, såfremt aftalen er vagt formuleret. I tilfælde af at parterne vælger at benytte sig af en risikodelingsklausul, bør denne klausul være formuleret specifikt, således at den kan sidestilles med forhold som sælger har garanteret for, eller forhold som køber har accepteret en kalkuleret risiko for. Risikodelingen søger et Kaldor-Hicks efficient resultat af transaktionen ved at lade parterne kommunikere og bestemme deres relative payoffs.²⁵

5.3 Delkonklusion

Ved virksomhedsoverdragelser er en due diligence-undersøgelse den eneste metode, der giver køber reel indsigt i målvirksomheden. Due diligence-undersøgelsen er dog betinget af købers knappe ressourcer, hvilket betyder, at kravet til omfanget af købers due diligence-undersøgelse bør afhænge af omkostningerne forbundet med en fuld undersøgelse.

En fuld undersøgelse af målvirksomheden vurderes at være inefficent. Den økonomiske gevinst ved en dybere undersøgelse vurderes at være faldende efter et bestemt punkt, da omkostningerne på et tidspunkt i processen forventes at overstige gevinsten.

For at køber på forhånd kan danne et overblik over mulige risikofaktorer ved målvirksomheden, anbefales køber at foretage en red flag due diligence-undersøgelse tidligt i processen. Undersøgelsens formål er at udligne den asymmetriske information ex ante i størst muligt omfang givet købers knappe ressourcer, hvilket styrker købers forhandlingsposition.

²³Petersen og Østergaard (2018, s. 269)

²⁴Petersen og Østergaard (2018, s. 271)

²⁵Petersen og Østergaard (2018, s. 273)

Kapitel 6

Konklusion

I henhold til caveat emptor-princippet i købelovens § 47 bærer køber som udgangspunkt ansvaret for eventuelle mangler i forbindelse med en virksomhedsoverdragelse. Domstolene har i sin praksis fundet, at køber har pligt til at foretage en due diligence-undersøgelse af målvirksomheden forud for aftalens indgåelse, medmindre at der ikke er skellig grund hertil. Kravet til omfanget af undersøgelsen vurderes at stige i takt med købers forventede viden om målvirksomheden, jf. princippet i U 1946.644 H.

Udgangspunktet om købers ansvar modificeres af sælgers loyale oplysningspligt, som pålægger sælger at oplyse om forhold, der kan have væsentlig betydning for køber. Grænsen for sælgers tilsidesættelse af sin loyale oplysningspligt skal vurderes ud fra en grov culpavurdering, jf. bl.a. U 2004.1784 H. Den grove culpavurdering vanskeliggør i praksis købers mulighed for påberåbelse af mangler på baggrund af sælgers tilsidesættelse af oplysningspligten.

Sælgers svig konkluderes at være en forsætlig tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt. Dog stilles der alligevel i praksis krav til købers due diligence-undersøgelse, når der er tale om en virksomhedsoverdragelse. Hvis det svigagtige forholds væsentlighed er begrænset, eller hvis køber burde være opmærksom herpå, kan køber på trods af sælgers svig risikere at have påtaget sig ansvaret for mangler ved målvirksomheden, jf. U 1994.698 H.

For at undgå eventuelle tvister kan sælger vælge at garantere for visse forhold og dermed påtage sig objektivi ansvar i henhold til garantiens formulering. Det konkluderes, at sælgers garantistillelse giver køber mulighed for at undlade en nærmere undersøgelse af de pågældende forhold, jf. U 2009.1598 H.

Ved allokeringen af kommerzielle risici opstår typisk en interessekonflikt. Dette skyldes købers interesse i et mere informativt beslutningsgrundlag, samt sælgers interesse i at

tilbageholde væsentlige oplysninger om målvirksomheden. Interessekonflikten kan forklares ved, at der ved virksomhedsoverdragelser eksisterer asymmetrisk information, hvilket giver sælger mulighed for at handle opportunistisk som følge af informationsproblemet adverse selection.

Parternes incitamentsstrukturer gør, at køber i højere grad afholder transaktionsomkostninger med henblik på risikoallokering fremfor fælles værdioptimering. Købers formål med afholdelse af transaktionsomkostninger er særligt at minimere risikoen for, at målvirksomheden ikke lever op til dens formål.

Købers afholdelse af transaktionsomkostninger til en due diligence-undersøgelse kan begrænses eller elimineres ved at sælger stiller en garanti. Sælgers garantistillelse konkluderes således at føre til et Kaldor-Hicks efficient resultat. Garantistillelsen er betinget af, at sælger kompenseres for den påtagne risiko, hvilket resulterer i en højere salgspris for målvirksomheden.

Det konkluderes, at den eneste metode der giver køber en reel indsigt i målvirksomheden, er en due diligence-undersøgelse. Undersøgelsens omfang er dog betinget af købers knappe ressourcer. En fuld due diligence-undersøgelse vurderes at være inefficent, eftersom omkostningerne på et tidspunkt i processen forventes at overstige den økonomiske gevinst ved en mere dybdegående undersøgelse.

For at køber på forhånd kan danne et overblik over mulige risikofaktorer ved målvirksomheden, anbefales køber at foretage en red flag due diligence-undersøgelse tidligt i processen. Undersøgelsens formål er at udligne den asymmetriske information ex ante i størst muligt omfang givet købers knappe ressourcer. Dette forventes at styrke købers forhandlingsposition.

Litteratur

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Andersen, M. B. (2002). *Ret og metode* (1. udgave, 1. oplag). København: Gjellerup.
- Andersen, M. B., & Lookofsky, J. (2015). *Lærebog i Obligationsret 1 - Ydelsen Beføjelser* (4. udgave, 2. oplag). København: Karnov Group Denmark A/S.
- Baird, D. G., Gertner, R. H., & Picker, R. C. (1998). *Game Theory and the Law*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Bergen, M., Dutta, S., & Walker, O. C. (1992). Agency Relationships in Marketing: A Review of the Implications and Applications of Agency and Related Theories. *Journal of Marketing*, 56(3), 1–24.
- Dutta, P. K. (1999). *Strategies and Games: Theory and Practice*. Cambridge, Mass: The MIT Press.
- Eide, E., & Stavang, E. (2017). *Rettsøkonomi* (1. udgave, 8. oplag). Oslo: Cappelen Damm Akademisk Forlag.
- Hansen, J., & Lundgren, C. (2019). *Køb og salg af virksomheder* (6. udgave, 1. oplag). København: Djøf Forlag.
- Knudsen, C. (1994). *Økonomisk metodologi bind 1* (2. udgave, 5. oplag). København: Djøf Forlag.
- Knudsen, C. (1997). *Økonomisk metodologi bind 2* (2. udgave, 1. oplag). København: Djøf Forlag.
- Kristensen, L., Nielsen, A.-D. B., & Iversen, T. (2017). *Lærebog i dansk og international køberet* (5. udgave). København: Djøf Forlag.
- MarketLine. (2020). *Dataudtræk af “Acquisition” og “Asset Transaction” fra den 10-05-2020*. (url: www.marketline.com).
- Olsen, J. L. (2006). Købers pligt til at gennemføre due diligence ved virksomhedsoverdragelse. *Revision & Regnskabsvæsen, Årg. 75*(nr. 11), 40-46.
- Østergaard, K. (2003). Metode på cand.merc.jur. studiet. In *Julebog 2003* (p. 269-285). København: Djøf Forlag.
- Østergaard, K. (2014). Relevansen af interdisciplinær forskning og empiri i samfundsvi-

-
- denskabem. *Retfærd, Årg. 37*(nr. 146 = nr. 3), 3-24.
- Petersen, B., & Østergaard, K. (2018). Reconciling contracts and relational governance through strategic contracting. *Journal of Business & Industrial Marketing, 33*(3), 265–276.
- Theilgaard, S., Amiri, A., & Jacobsen, T. t. (2017). *Købeloven med kommentarer*. København: Karnov Group Denmark A/S.
- Tvarnø, C. D., & Nielsen, R. t. (2017). *Retskilder og retsteorier*. København: Djøf Forlag.

Retskilder

Regulering

Lov om køb (købeloven), lovbekendtgørelse nr. 140 af 17. februar 2014, 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.

Lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område (aftaleloven), lovbekendtgørelse nr. 193 af 2. marts 2016, 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.

Lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven), lovbekendtgørelse nr. 763 af 23. juli 2019, jf. lovbekendtgørelse nr. 1089 af 14. september 2015, med de ændringer, der følger af § 1 i lov nr. 262 af 16. marts 2016, § 2 i lov nr. 631 af 8. juni 2016, § 1 i lov nr. 1547 af 13. december 2016, § 10 i lov nr. 665 af 8. juni 2017, § 2 i lov nr. 1665 af 26. december 2017, lov nr. 675 af 29. maj 2018, § 1 i lov nr. 676 af 29. maj 2018, § 14 i lov nr. 503 af 23. maj 2018, § 1 i lov nr. 369 af 9. april 2019, § 1 i lov nr. 445 af 13. april 2019 og § 1 i lov nr. 554 af 7. maj 2019.

Forslag til Lov om ændring af lov om køb, 2001/2 LSF 9, fremsat den 5. december 2001. Forslaget er vedtaget i Lov om ændring af lov om køb (ændring af købeloven), lov nr. 213 af 22. april 2002.

Retspraksis

UfR 1919.173 SH, Dampskibsselskabet Fornæs A/S mod Skibsreder, Kaptajn O. Lütken, Sø- og Handelsrettens Dom af 29. november 1918

UfR 1935.934 SH, Fru Bertha Klinker mod Automobilforhandler Vald Hinrichsen, Sø- og Handelsrettens Dom af 15. april 1935

UfR 1936.35 H, Aktieselskabet Assens Bymejeri og Mælkeforsyning mod Direktør J. J. Søgaard, Højesterets Dom af 18. november 1935

UfR 1943.448 Ø, Fru Dahlerup Berthelsen mod A/S Ny Kongensgade 15, Østre Landsrets Dom af 28. januar 1943

UfR 1945.552 V, Kunsthandler Poul Schmidt mod Repræsentant Kurt Holdt Hansen, Vestre Landsrets Dom af 9. marts 1945

UfR 1949.370 H, HRT 1948.75 Højesterets Dom af 28. januar 1949

UfR 1963.139 H, Handelsfirmaet GEO mod firmaet E. Jessen & Co., Højesterets Dom af 21. december 1962

UfR 1968.194 Ø, Oberstløjtnant E. Skovgaard mod fru Ella Valentin, Østre Landsrets Dom af 28. november 1967

UfR 1969.443 V, Søren Christensen mod arkitekt P. Henry Dalsgaard, Vestre Landsrets Dom af 6. december 1968

UfR 1982.609 H, Smed Helge Wilhelm Henriksen mod fhv. skibsfører Axel Nielsen, Højesterets Dom af 19. maj 1982

UfR 1986.644 H, Leif Hillerup Sørensen mod Peter Guldbrandsen og Birgitte Bothoft Nielsen, Højesterets Dom af 12. juni 1986

UfR 1986.747/2 H, Mogens Rasmussen og Lene Nielsen mod Flemming Geel Weirsøe, Højesterets Dom af 14. august 1986

UfR 1994.698/2 H, Aktieselskabet af 5. maj 1979 m.fl. mod Nordania Leasing A/S, Højesterets Dom af 28. juni 1994

UfR 1996.928 H, S og D mod K, Højesterets Dom af 23. april 1996

UfR 2001.1293 H, Dansk Yacht Charter ApS og Euro Export Consult A/S mod Bent Thodsen, Højesterets Dom af 27. marts 2001

UfR 2004.1784 H, Hartmann Invest A/S og Eske Munck mod ASIS Holding ApS, Højesterets Dom af 15. april 2004

UfR 2009.1598 H, ABACUS ApS mod Boet efter Erik Roug, Højesterets Dom af 31. marts 2009

UfR 2014.1474 H, New Wave Group AB mod Korbær Invest ApS, Højesterets Dom af 13. februar 2014

UfR 2018.2879 Ø, Malmökranen AB mod PK FF Holding ApS, Østre Landsrets Dom af
28. maj 2018