

Vilket värde har köpeskillingen vid företagsförvärv?

NÄR OMVÄRLDEN OCH EKONOMIN uppfattas som osäker avtar benägenheten att göra stora och riskfyllda investeringar såsom företagsförvärv. I många fall kvarstår dock behovet av omstruktureringar och rationaliseringar i näringslivet. Företagsförvärv medför betydande risker för en köpare; flera undersökningar indikerar att företagsköp förstör värde i mer än hälften av fallen. Av dessa skäl har det utvecklats många olika tekniker att reducera och omfördela riskerna i företagsförvärv. En sådan teknik är att på olika sätt laborera med strukturen för köpeskillingen så att beloppet och tidpunkten tillåts variera. Det blir allt vanligare att senarelägga en del av betalningen vid företagsförvärv. Detta sker ibland genom detaljerade betalningsvillkor, s.k. prismekanismer. Sådana mekanismer ställer till praktiska svårigheter för revisorer och jurister som är involverade i företagsförvärv, både i rådgivningen och i granskningen. Det krävs att revisorer och jurister arbetar tillsammans för att hitta en lämplig struktur. I artikeln beskrivs prismekanismernas grundläggande karakteristika och problem för att ge en praktisk vägledning för utformandet och bedömningen av dessa.

Prismekanismer hanterar risker och incitament i transaktionen

Prismekanismen kan definieras som ett avtalsvillkor vilket medför att priset inte är angivet med ett fast belopp utan måste beräknas, vanligtvis i relation till en utomstående omständighet som inträffar i framtiden. I *figur 1 (nästa sida)* ges ett exempel på ett sådant avtalsvillkor. Redan en snabb överblick av olika sätt att strukturera avtalet och betalningsvill-

Detaljerade betalningsvillkor, så kallade prismekanismer, blir allt vanligare vid företagsförvärv. Det kan bland annat innebära att man senarelägger en del av betalningen. Robert Sevenius beskriver i denna artikel prismekanismernas karakteristika och problem för att ge en praktisk vägledning.

koren i företagsförvärv ger flera olika varianter: en avräkning mot eget kapital, en uppskjuten fast betalning, deposition av en del av köpeskillingen, bonus- eller optionsinstrument samt prestationspris. En av de mer avancerade prismekanismerna är prestationspriset. Den engelska termen *earnout* används ofta även i Sverige för denna prismekanism. Ett prestationspris är ett betalningsvillkor där en del av köpeskillingen gjorts beroende av utfallet av framtida prestationer från målföretaget, ofta i form av att priset är »resultatberoende«. Denna prismekanism är i fokus för den fortsatta framställning.

Vilket syfte har då prismekanismer? Ett viktigt syfte för prestationspriset är, som redan indikerats inledningsvis, *riskhantering (1)*. Villkoret är ett uttryck för anpassning av transaktionen till parternas riskbenägenhet. Genom att skjuta upp betalningen och knyta den till målföretagets framtida prestationer kan risken

omfördelas så att den bättre avspeglar riskpreferenser, försäkringsmöjligheter och kassaflöden. Det finns flera andra syften för att infoga ett prestationspris i köpavtalet. Den senarelagda utbetalningen kan verka som ett *incitament (2)* för att få säljaren att uppfylla de målsättningar för förvärvet som förutsatts eller utlovats. En person som sålt sin andel men kvarstannar i målföretaget efter transaktionen kan genom ett prestationspris ges starka ekonomiska incitament att leverera de resultatnivåer som legat till grund för köparens värdering. Prestationspriset kan ibland även verka för att behålla affärer och nyckelmedarbetare i målföretaget eftersom det blir ekonomiskt ofördelaktigt för säljaren att konkurrera med målföretaget efter transaktionen. Prestationspriset fungerar alltså även som ett *icke-konkurrensvillkor (3)*. Ytterligare ett viktigt syfte med prestationspriset är att fungera som en *förhandlingskompromiss (4)* i prisdiskussionen. Prestationspriset kan vara ett hjälpmedel genom att det överbrygger parternas motstridande uppfattningar om målföretagets värde. Ett väl avvägt prestationspris kan faktiskt på en och samma gång tillgodose båda parter prisförväntningar (se exemplet nedan). Det troligen mest uppenbara motivet för prismekanismer är att köparen erhåller en *säkerhetsrätt (5)* på så sätt att denne under viss tid får behålla en del av köpeskillingen som sedan kan utnyttjas för reglering av brister i säljarens garantier, skadeståndsanspråk eller påtryckning för att implementera olika delar av avtalet.

Vilka är de viktiga parametrarna för prestationspriset?

Prestationspriset baseras på flera parametre

4.2 Rörlig köpeskilling

En tilläggsköpeskilling utbetalas om rörelseresultatet i Bolaget överstiger 150 miljoner svenska kronor de tre åren följande efter tillträdet. Tilläggsköpeskillingen uppgår vardera år till 50 procent av det överstigande beloppet.

3. Tröskeln

4. Tilläggsköpeskillingen

1. Tidsperioden

2. Prestationsmättet

Figur 1. Presentationsprisets parametrar

trar vilka alla är viktiga när prisvillkoret formuleras. Parametrarnas utformning avgör i vad mån prestationspriset förmår uppnå sina syften. De fyra centrala parametrarna är följande:

1. Tidsperioden

Den tid under vilken ytterligare utbetalningar till säljaren kan komma ifråga. Det sägs att perioden vanligen lig-

ger inom intervallet tre till fem år. Tidsperioden förlänger alltså den avtalsperiod som annars skulle gälla.

2. Prestationsmättet

Det mått som skall uppmätas för att avgöra om någon utbetalning skall ske. Prestationsmått bestäms ofta som en resultatnivå eller något annat finansiellt mått i målföretaget. Måttet

kan dock vara vilken typ av verksamhetsrelaterade omständigheter som helst. Vanliga finansiella prestationsmått som används är intäkter, rörelseresultat, årets vinst m.fl. Exempel på icke-finansiella prestationsmått är personalomsättning (kanske i form av namngivna personer), fördefinierade milstolpar i forskningsprojekt, resultatpåverkan av en planerad omorganisation eller försäljningsintäkter vid avyttring av förutbestämda tillgångar. Det finns alltså en mångfald mått och de föranleder i regel diskussioner under förhandlingarna. En ledande princip för ett bra mått är att det baseras på värde drivande faktorer i målföretagets verksamhet eller att det ansluter till köparens viktigaste förväntningar på målföretaget.

3. Tröskeln

Den storleksnivå för prestationsmättet som skall uppnås för att tilläggsköpeskillingen skall falla ut. Vanligt är att vinsten skall överstiga ett visst belopp i kronor. Tröskeln är avgörande för incitamentseffekten; en hög tröskel kan vara värdelös om det är osannolikt att den överhuvudtaget kan upp-



nås medan en låg tröskel kanske inte ger någon ytterligare motivation.

4. Tilläggsköpeskillingen

Det belopp som skall betalas ut om tröskeln uppnås. Tilläggsköpeskillingen är vanligtvis relaterad till prestationsmättet och tröskeln. Det kan exempelvis vara det belopp som överstiger tröskeln eller en andel av detta belopp. Tilläggsköpeskillingen kan också vara helt fristående från både prestationsmätt och tröskel, dvs. den utgörs av ett fast, fördefinierat belopp som betalas ut vid prestation.

Redan dessa centrala parametrar ger otaliga möjligheter att situationsanpassa ett prestationspris. Det kan bli till en svår balansgång mellan olika syften, t.ex. så kan den uppnådda riskfördelningen ge en olämplig incitamentsstruktur. Flera andra faktorer kan justera effekterna av prestationspriset. Följande är exempel på sådana kompletterande faktorer:

- ▷ Avvägning av den fasta köpeskillning som betalas av köparen ut på tillträdesdagen mot storleken på tilläggsköpeskillingen och övriga parametrar.
- ▷ Maximala (»tak«) eller minimala (»golv«) värden för tilläggsköpeskillingen, vilka anges antingen i procent eller absoluta tal.
- ▷ Fler eller färre datum för utbetalningar (t.ex. huruvida tilläggsköpeskillingen betalas ut årligen, kvartalsvis, månatligen eller som en klumpsumma i slutet av perioden).
- ▷ Multipla prestationsmätt. Det bör i så fall även bestämmas om samtliga trösklar skall uppnås, prioriteringsordningen eller om det räcker med en enda.
- ▷ Beaktande av okontrollerbara och oväntade händelser.
- ▷ Bonusutbetalningar (t.ex. ytterligare en utbetalning om tröskeln väsentligen överträffas).
- ▷ »Tröstpris« (t.ex. ett marginellt underskridande av tröskeln kan premieras med en mindre utbetalning).
- ▷ Kumulativ mätning (t.ex. utfallet i förhållande till tröskeln får medräknas vid nästa års mätning).
- ▷ Särskilda krav för mätningen (t.ex. endast försäljning av vissa produkter inkluderas i omsättningen).
- ▷ Synergieffekter (huruvida synergief-

fekter mellan målföretaget och köparföretaget skall tillåtas påverka mätningen).

- ▷ Skatteeffekter (huruvida skatteeffekter på t.ex. trösklar och utbetalningar skall inkluderas eller exkluderas i mätningen).

Det krävs i regel att revisorerna och juristerna på båda sidor av transaktionen arbetar tillsammans för att skapa villkor för prestationspriset som är ekonomiskt rimliga, förutsägbara och tillämpbara. Det är väsentligt att villkoret får en så enkel och transparent utformning som möjligt. Vaga och komplexa prestationspris leder ofelbart till problem vid avtals-tillämpningen (som äger rum lång efter transaktionsivern lagt sig och ofta i ett helt nytt marknadsläge). Om prestationspriset är inriktat mot endast de centrala värdedrivarna i transaktionen och inte innefattar alltför många undantag eller specialfall har man en bra bas för att avveckla och slutreglera transaktionen på ett förutsägbart sätt utan fördyrande omgång via konsulter och tvistelösning.

Nackdelarna med prestationspris

Det finns dock nackdelar med prismekanismerna. För det första är det vanligtvis svårt att förutspå och uppnå avsedda incitamentseffekter. Trösklarna och prestationsmåttan riskerar att hämma eller snedvrider de framtida prestationerna, särskilt på lång sikt. En företagsledare som sålt sitt företag med ett treårigt prestationspris kan vara benägen att se till att företaget fortsätter leverera vinster under just dessa tre år men försumma att säkerställa framtida avkastning, t.ex. genom underlåtna investeringar i material, medarbetare eller produktutveckling. I likhet med andra typer av incitamentsstrukturer är det alltså förenat med problem att leverera exakt det eftersträvade beteendet.

En annan nackdel är att den framtida integrationen och utvecklingen av företagen kan begränsas eller försvåras under den tidsperiod prestationspriset löper. I många fall är avsikten med transaktionen att köparföretaget och målföretaget skall integreras för att åstadkomma de synergier som motiverat affären. Integreringen kan dock försvåra fristående mätning av prestationsmåttan. Normalt skall mätningen inte inkludera den merförsäljning som skapats av företagen gemensamt. Det kan därför vara frestande för parterna att införa villkor och räknesätt som

verkar begränsande på integration, avyttring eller annan företagsutveckling under den tidsperiod prestationspriset gäller. Därmed kan transaktionens övergripande mål riskera att gå förlorat.

Rättsliga konsekvenser

Redovisningsmässigt medför prismekanismerna en situation som ligger utanför den ordinarie modellen. Koncernredovisningen tar sin utgångspunkt i en förvärvsanalys där anskaffningspris jämförs med övertagna tillgångar och eventuellt skillnadsbelopp utgör goodwill. En uppskjuten eller osäker betalning innebär att anskaffningsvärdet inte slutligt kan fastställas i samband med övertagandet. För det fall köpeskillingen är »villkorad« (enligt terminologin i RR 1:00 pkt 39) kan en justering av anskaffningsvärdet ske vid en senare tidpunkt. Tilläggsköpeskillingen skall redovisas redan vid förvärvstillfället om en tillförlitlig uppskattning kan göras och om det är sannolikt att en justering av anskaffningsvärdet kommer att behöva göras. Principer för hur bedömningen av tillförlitligheten i uppskattningen skall ske anges dock inte. Justeringen av anskaffningsvärdet påverkar förvärvsanalysen. Det kan även tilläggas att värdet av motposten, de tillgångar som förvärvas, får korrigeras senast året efter förvärvsåret (RR 00:1 pkt 74). Köparen redovisar vanligtvis den tillkommande köpeskillingen som goodwill. För säljaren redovisas beloppet som en justering av realisationsresultatet.

Den skattemässiga behandlingen av prismekanismerna överensstämmer i stort med redovisningsmodellen; man skjuter

► upp bedömning till dess större klarhet uppnås. Skatterettsligt behandlas den fasta och den rörliga delen av köpeskillingen separat. Den del av köpeskillingen som är känd under avyttringsåret beskattas redan detta år. Om köpeskillingen är beroende av en framtida händelse så beräknas det slutliga resultatet av affären först det beskattningsår avyttringen verkligen slutförts. Det tillkommande beloppet beskattas vid taxeringen för det år eller de år då tilläggsköpeskillingen kan beräknas, enligt IL 44:28. Det kan noteras att beskattning av tilläggsköpeskillingen inte förutsätter att den faktiskt erhållits utan bara att den kan beräknas. Beskattningen av tilläggsköpeskillning skall ske på grundval av förhållandena vid avyttringen och med tillämpning av de beskattningsregler som gällde vid taxeringen för avyttringsåret.

Även aktiebolagsrättslig finns skäl till försiktighet. Det s.k. förvärvslåneförbudet i 12 kap. 7 § 3 st. aktiebolagslagen stadgar att ett bolag inte får lämna penninglån i syfte att gäldenären skall förvärva aktier i bolaget eller annat bolag i samma koncern. I många fall innebär en prismekanism att köparen beviljas ett betalningsansånd avseende en del av köpeskillingen. I skatterettsliga avgöranden har uppskjutet erläggande av köpeskillingen likställts med penninglån. Trots att det föreligger osäkerhet om tilläggsköpeskillingen verkligen kommer utbetalas tycks det inte finnas några egentliga belägg för att undanta prismekanismer från förvärvslåneförbudet. Även om det finns skäl till en fördjupad diskussion kring denna bedömning torde stadgandet mana till viss försiktighet rörande prismekanismer.

En obligationsrättsligt relaterad problematik rör avtalstidens förlängning. Köpavtal, även av den dignitet som ett avtal om företagsförvärv utgör, är i grun-



MSEK	Köparen		Säljaren		
	Målföretagsdata	Intäkter	Resultat	Intäkter	Resultat
Partens uppskattning	+5-15%/år	+5-15%/år	+10-30%/år	+15-20%/år	
Köparet		100	10	100	10
År 1		110	12	120	14
År 2		121	15	144	20
År 3		133	18	173	28
Betalningsalternativ		Värde		Värde	
1: Fast pris 25		25		25	
2: Fast pris 20 och resultat överstigande 15 under 3 år		Fast del	20	20	
		Nuvärde rörlig del	2	15	
		Totalt pris	22	35	
<i>Förutsättningar</i>					
<i>Kalkylränta 10 %</i>					
<i>Statistisk normaldistribution</i>					
<i>5000 iterationer</i>					

Figur 2. Prestationspriset värde i ett förenklat exempel.

den ett momentanavtal. Avtalet var alltså ursprungligen till för att ge stadga åt det ömsesidiga prestationsutbytet för att sedan snabbt avvecklas. Förlängningen som uppkommer genom prismekanismen innebär avtalet ändrar karaktär och att parterna måste göra andra överväganden än vid helt kortvariga avtal. Långvariga avtal kan ge upphov till en fördjupad lojalitetsplikt mellan parterna. Ofta behövs uttryckliga styr- och kontrollmekanismer i det förlängda köpavtalet.

Kostnaden för prestationspris

Parter och rådgivare i företagsförvärv bör vara medvetna om att med prismekanismer följer särskilda kostnader och risker. Det kan ofta upplevas som enkom fördelaktigt för en köpare att föra in villkor om prestationspris eftersom denne härigenom reallokerar en del av risken till säljaren och även styr målföretagsledningen med vissa incitamenteffekter. Initiativtagaren till prestationspriset är ofta köparen som vill innehålla en del av köpeskillingen som framtida påtryckning på säljaren och är skeptisk till säljarens optimistiska prognoser för målföretaget. Köparen bör dock vara införstådd med att fördelarna kommer hand i hand med kostnader. Pengarna för tilläggsköpeskillingen skall sannolikt även betalas ut någon gång i framtiden. Prismekanismen

utgör en reell kostnad för företagsförvärv som bör beaktas redan vid förvärvstillfället. Kostnaden låter sig dock inte värderas på samma sätt som den del av priset som betalas på tillträdesdagen vilket medför att många köpare har svårt att väga in denna i transaktionsbeslutet.

Värderingen av prestationspriset är m.a.o. viktigt att ta i beaktande när prismekanismer införs. Hur skall avancerade betalningsvillkor då värderas? Värdet (dvs. kostnad för köparen och intäkt för säljaren) av prestationspriset är ett derivat av de underliggande faktorerna som ingår i prestationsmättet. Villkoret liknar på många sätt de derivata finansiella kontrakt som finns på värdepappersmarknaden. Utfallet av prestationspriset avgörs av faktorer som ligger utanför parternas kontroll, åtminstone vid tillfället för formuleringen av prismekanismen. Det är osäkert huruvida betalningen kommer att ske och betalningens storlek. Värderingen av prismekanismen måste beakta denna osäkerhet. Det är dock inte tillräckligt att estimeras det mest troliga utfallet och nuvärdeberäkna detta. Ett sådant räknesätt kommer troligen att undervärdera värdet av prestationspriset. Prestationsprisets värde är baserat på ett optionsmoment. En enkel metod att fånga in ett värdet av en option är att använda sig av simulering

där olika scenarier för framtiden prövas. En sådan simuleringsmetod är s.k. Monte Carlo-analys som alstrar en mängd slumpstal med förutbestämda statistiska egenskaper, exempelvis s.k. normalfördelning. Slumptalen används sedan för att skapa olika scenarier för utfallet. Med hjälp av denna metod kan en mängd olika möjliga utfall prövas och sammanfattas till ett sannolikt värde för prismekanismen. Metoden kräver dock särskilt IT-stöd, t.ex. @Risk eller Crystal Ball.

I det förenklade räkneexemplet i figur 2 har parterna att välja mellan en fast köpeskilling om 25 miljoner kronor eller en prismekanism som består av en fast betalning om 20 miljoner samt ett prestationspris som omfattar den del av resultatet som överstiger 15 miljoner under tre år efter tillträdet. Köparen och säljaren har helt olika uppfattningar om målföretagets utveckling under perioden. Säljaren förväntar sig en hög tillväxt samt marginalförbättringar medan köparen har en mer försiktig prognos både vad gäller tillväxt och marginaler. I valet mellan det fasta priset och prismekanismen tror sig säljaren göra valet mellan att erhålla 25 eller 35 miljoner för företaget

medan köparen tror sig göra valet mellan att betala 25 eller 22 miljoner. För båda parter är alltså prismekanismen mer attraktivt än ett fast pris. Säljaren får 10 miljoner mer än vid fast pris förutsatt att dennes prognoser infrias; köparen betalar 3 miljoner mindre förutsatt att dennes prognoser infrias. Prismekanismen har fungerat som en kompromiss där parterna har olika framtidsuppfattningar.

Slutord

Prismekanismer, särskilt i form av prestationspriset, har kommit att bli en vanlig del av företagsförvärv. Inget tyder på att intresset för sådana villkor skulle avta även om det återigen skulle bli en säljarnas marknad. Rutinerade företagsköpare har insett att även priset och betalningens struktur är viktiga faktorer att laborera med för att hitta en optimal transaktion och för att förlika parternas ståndpunkter om målföretagets värde. Prismekanismerna bör dock av flera anledningar hanteras med försiktighet från parternas och rådgivarnas sida. De är tekniskt avancerade avtalsvillkor som kräver både specialiserad juridisk och företagsekonomisk kunskap. Villkoren har effek-

ter på riskfördelningen och incitamenten i transaktionen som måste beaktas och planeras. Prestationspriset är baserat på ett optionsmoment, inte oliket finansiella derivatinstrument. Prestationsprisets kan därför vara svår att värdera. Det finns dock metoder och verktyg för att simulera optionsutfall vilket bör kunna komma till praktiskt användning för att rätt formulera och värdera prismekanismerna. Köpeskillingens värde är olika för olika parter vilket är den viktigaste hemligheten bakom prismekanismerna. ●●

Ekon. lic. och jur. kand. **Robert Sevenius** är verksam som fristående konsult. Han medverkade senast i Balans nr 2/2003.

Centrala referenser

Robert Bruner *Technical note on structuring and valuing incentive payments in M&A: Earnouts and other contingent payments to the seller*, Darden School, University of Virginia, 2001.

Redovisningsrådets rekommendation RR 1:00 *Koncernredovisning*.

RSV:s handledning för beskattning av inkomst och förmögenhet m.m. vid 2003 års taxering.

Lennart Sten, *Något om låneförbudet i aktiebolagslagen – begreppet penninglån och 12 kap 7 § tredje stycket aktiebolagslagen*, i Juridisk Tidskrift 1993-94 nr 4.

