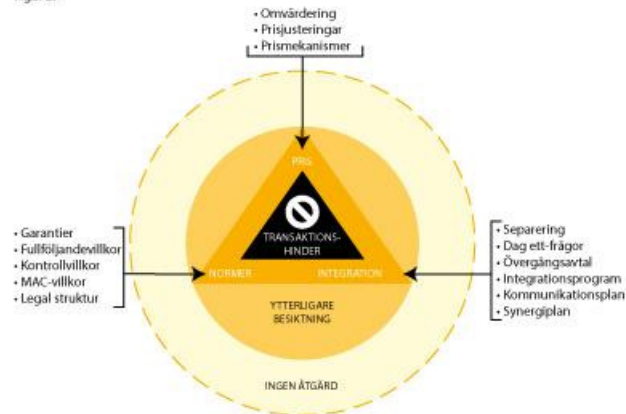


Figur 1.



Figur 2.



19 SEPTEMBER, 2013

# Att verkställa en due diligence

I en due diligence (företagsbesiktning) är det inte givet hur resultaten ska implementeras. För att en besiktning ska vara meningsfull krävs att den direkt kan användas av beställaren för att slutföra affären. I denna artikel belyser Robert Sevenius viktiga faktorer vid verkställandet av en due diligence.

Ofta uppfattas en due diligence enbart som beställarens beslutsunderlag (bland annat Profilgruppen-målet, Svea hovrätt T1085-11). Det ger dock en skev bild av besiktningens värdeskapande bidrag till företagsförvärv och andra affärer. Den primära funktionen är att vara stöd för beställarens förhandling med sin motpart. Först efter att upptäckta risker diskuterats med affärens andra parter och motåtgärder utformats fattar man beslut. Beslutsunderlaget är besiktningen tillsammans med parternas överenskommelser.

Företagsbesiktning är en metod att hantera risker. Revisionsbyråer, advokatbyråer och andra specialister har uppgiften att identifiera och dokumentera riskerna, men den ger inte en fullständig bild av besiktningen. I generell riskhanteringsmetodik utgör identifiering ett första steg av en trestegsraket där riskerna även utvärderas och åtgärdas.

Vare sig identifiering eller utvärdering är föremål för denna text, fokus är i stället på motåtgärderna. Motåtgärderna är olika sätt, det vill säga handlingsalternativ eller förhållningssätt, att påverka affärens risk. Eftersom begreppet risk är subjektivt har människor olika tolerans och preferens. Riskhantering är och förblir individuell, men riskhantering utmärks av sju typiska motåtgärder. Den som är exponerad för risk kan:

- Välja andra handlingsalternativ som eliminerar risken
- Förebygga risken så skada inte uppstår
- Reducera riskens sannolikhet eller konsekvens
- Överföra risken till andra parter
- Dela risken med andra parter
- Förbereda riskens inträffande med en beredskapsplan
- Acceptera risken och skador som kan uppstå

Förhållningssätten är gångbara även vid besiktning. Med information om riskerna i ett besiktningssubjekt kan beställaren bestämma sig för motåtgärder utifrån sina preferenser. Detta sker med hjälp av rekommendationer från specialisterna, men det är beställaren som måste bestämma vilka åtgärder som passar situationen. Verkställandet är därmed inte en statisk process utan aktörernas gemensamma avvägning av problem och lösningar. I praktiken används standardlösningar för hantering av risker, så kallade riskallokerings tekniker (risk allocation techniques, RAT), som utgångspunkt.

## Tekniker för allokering av risk

Teknikerna för allokering av risk vid besiktning är utvecklade genom erfarenheter av både lyckade och misslyckade affärer. I samband med företagsförvärv påträffas vanligen ett fåtal RAT:er, vilka beskrivs nedan.

### Transaktionshinder

Avvikelse från grundläggande förväntningar som förtar hela syftet med affären kallas transaktionshinder (deal breakers). De kan röra omvärldsrisker eller renommérisker; risker utanför samtliga aktörers kontroll. Upptäcks sådana är den enda lösningen att avbryta affären och på så sätt eliminera risken. Det är relativt ovanligt med rena transaktionshinder. Om en affär avbryts är det oftast flera mindre brister som sammantaget gör att den inte känns robust, vilket beskrivs som en brist i ordning och reda. Saknas elementär ordning och reda uppdragas vanligen allvarliga risker senare.

### Prisrelaterade riskallokeringstekniker

Ett företagsköp är sällan ett binärt beslut om att antingen köpa eller avstå. Intresset beror ytterst på företagets värde och pris. Följaktligen är flera RAT:er relaterade till priset. Priset är baserat dels på parternas individuella bedömningar av företagets marknadsvärde och investeringsvärde, dels på deras prispförhandlingar och överenskommelser. I inledande förhandlingar bestäms preliminärt en köpeskilling, en prismekanism eller en värderingsmodell. Efter besiktningen sker en slutförhandling. Prisrelaterade RAT:er är effektiva verktyg för att hantera risker; de kan både sänka den generella risken i affären och hantera kostnader från specifika risker.

Prisförhandlingen efter besiktning innebär dock inte en formell omvärdering utifrån en värderingsmodell. I stället använder beställaren iakttagna risker som argument för att direkt justera priset. I sällsynta fall kan parterna återföra fakta om värderingsantaganden till en förutbestämd värderingsmodell som ett sätt att hantera besiktningens resultat.

Problemet är att många iakttagelser är svårvärderade. Även om det finns olika åsikter återkommer två resonemang: substansvärde eller värdemultipl. I substansresonemanget är utgångspunkten företagets bokförda värden. En brist i bokfört värde ska justera substansvärdet i motsvarande mån, så kallad krona-för-krona. Även om resonemanget dominerar bygger det på en delvis förlegad värd-eringsmodell. Den värderingsteoretiskt korrekta metoden är att beräkna nuvärdet av företagets framtida avkastning. Det kräver i sig detaljerade beräkningar, men iakttagelsernas värdepåverkan kan omstöpas till förenklade samband i form av värdemultiplar, till exempel P/e eller EV/EBIT. När multiplresonemanget tillämpas på identifierade risker kan de få högre prispåverkan än dess synbara påverkan på företagets bokförda värden.

Ett alternativ till omvärdering och prisjustering är att omförhandla betalningsvillkoren, vanligen genom att införa prismekanismer. Det finns flera möjligheter att skapa prismekanismer för att hantera riskbilden som framträtt genom besiktningen, bland annat:

- Köpeskillingsavräkning (purchase price adjustment) – beloppet som betalas vid tillträde är preliminärt och avräknas i efterhand mot målföretagets bokföring.
- Prestationspris (earn out) – en tilläggsköpeskilling kan betalas efter tillträde beroende på målföretagets framtida prestationer (till exempel finansiella resultat).
- Prismekanismer innebär omfördelning av risk från köpare till säljare. De är lämpliga när iakttagelserna från besiktningen inte är tillräckligt konkreta för att påkalla beloppsmässiga prisjusteringar.

### Normrelaterade riskallokeringstekniker

Nästa viktiga grupp av RAT:er är de normrelaterade, det vill säga sådana som utnyttjar legala mekanismer för att balansera riskerna i transaktionen. Legala mekanismerna finns både i parternas avtal och externa regler.

Parternas köpavtal innehåller redan i första utkastet allmänt hållna säljgarantier om målföretagets beskaffenhet. Med ledning av besiktningen kan köparen kräva mer detaljerade garantier rörande upptäckta risker. De kan ta formen av vanliga garantier (warranties) eller skadeslöshetsvillkor (indemnities). Förenklat innebär vanliga garantier att compensationen begränsas av generella gränsvärden, medan skadeslöshetsvillkor gäller fullt ut. Skadeslöshetsvillkor är lämpliga för områden där köparen utifrån besiktningens information kan misstänka att det finns väsentliga risker men där konkreta iakttagelser inte gjorts, till exempel inom miljö och skatt. Rättsverkan av garantierna fastställs i avtalet. De kan gardera köparen för explicita risker som observerats genom besiktningen, men deras styrka är som skydd mot risker vilka inte kunnat identifieras eller kvantifieras under besiktningen

Möjligheten att avtala om normrelaterade RAT:er är inte uttömd med garantier. Besiktningen kan avslöja förhållanden som ger ökad risk till följd av själva affären, till exempel vid driftstillstånd och ägarförändringsklausuler. Två tekniker att motverka sådana risker är fullföljandevillkor (conditions precedent) och kontrollvillkor (operating covenants). Om besiktningen avslöjar att vissa förutsättningar för affären är oriktiga ska de helst åtgärdas innan affären fullföljs. Fullföljandevillkor rör ofta externa förhållanden, till exempel kundrelationer. Osäkerheter kan även uppstå genom tidsgapet mellan besiktningen och avtalslutet. Kontrollvillkor innebär att köparen får insyn eller inflytande i målföretaget under mellantiden. Villkoren är standardiserade kataloger liknande dem som finns i aktieägaravtal då aktieägarna måste vara överens om till exempel utdelning, investeringar, avyttringar och rekryteringar. Känsliga aktiviteter som uppmärksammats i besiktningen kan regleras i kontrollvillkor.

I vissa situationer kan köparen vilja tillträda en mycket riskfylld affär men behålla en rätt att häva denna. Sådana hävningsvillkor vid väsentliga negativa förändringar (material adverse changes, MAC) är vanligen tidsbegränsade och rör frågor av direkt avgörande karaktär, till exempel oväntad marknadsutveckling eller brister utanför parternas kontroll.

Iakttaga risker kan även tacklas genom att förändra köpets legala struktur. Ett grundläggande val står mellan köp av en juridisk person eller av dess inkråm. Inkråmsköp har fördelen att både identifierade risker och okända brister i målföretaget effektivt skärs av och stannar hos säljaren.

### **Integrationsrelaterade riskallokeringstekniker**

Besiktningens iakttagelser kan även hanteras i den efterföljande integrationen av köparföretaget och målföretaget, särskilt iakttagelser från kommersiell och organisatorisk besiktning.

Ibland krävs särskilda åtgärder för att lösgöra målföretaget från säljarens övriga verksamhet, så kallad separering (carve-out). Om ett affärsområde ska säljas som ett självständigt företag kan problem uppstå, till exempel i administration och affärsutveckling. Affärsområdets legala och organisatoriska enheter kan behöva paketeras om till ett säljbart företag. Besiktningen identifierar var sådana separationsåtgärder behövs.

Besiktningen kan dessutom hitta risker som inte kan föregripas men som måste åtgärdas omedelbart efter tillträdet, så kallade dag ett-frågor (day-one issues). Externa affärsstödande tjänster, till exempel IT och säkerhet, kan behöva upphandlas på nytt när målföretaget får ny ägare.

Det förekommer att målföretaget är beroende av säljarkoncernen under viss tid efter transaktionen, till exempel för leveranser eller fakturering. Efter affären bör målföretaget och säljarföretaget verka på armslängds avstånd genom avtal, så kallade övergångstjänstavtal (transitional service agreements). Kvardröjande beroenden som identifieras i besiktningen bör säkerställas med avtal.

Iakttagelserna kan dessutom hanteras i den mer långsiktiga integrationsprocessen som tar vid efter övertagandet. Planerna för transaktionen ska kommuniceras till bland annat personal och kunder. Köparen vill ofta förverkliga synergieffekter mellan företagen. En besiktning som identifierat nyckelrelationer och -processer stödjer planeringen för integration av företagets verksamhet och organisation.

### **Övriga tekniker**

Ett alltför vanligt resultat av besiktningen är att efterfrågad information saknas eller att en fullödig analys inte kan göras. Det finns många skäl till att besiktningen inte blir komplett, bland annat tidsramar, budget och sekretesskrav. De obesvarade frågorna utgör den kvarstående risk som övergår till köparen vid tillträdet. Informationsbristen kan ibland vara så allvarlig att affären måste skjutas upp tills dess ytterligare besiktning genomförts.

Ett alternativ är att lämna risker som upptäckts utan åtgärd. Beställaren måste inte tillämpa RAT:er, utan väljer vilka risker som ska hanteras. Utrymmet att omförhandla den preliminära uppgörelsen med säljaren kan vara begränsat. Det kan vara affärsmässigt bättre att underlåta att ta upp en känslig fråga med motparten om det kan hota en i övrigt lönsam affär. Vissa risker har också förtjänster; en risk kan vara en möjlighet ur ett annat perspektiv. Även förhållanden som är bättre än förväntat kan upptäckas.

### **Modell för att verkställa besiktning**

De nämnda åtgärderna kan sammanfattas i en enkel modell för riskhantering som beskriver hur besiktningens resultat verkställs, se figur 2. Modellens bärande delar är de tre huvudgrupperna av RAT:er, det vill säga prisrelaterade,

normrelaterade och integrationsrelaterade. I de fall de inte förslår till att balansera riskerna återstår att antingen stoppa affären eller att acceptera riskerna. Otydliga risker som inte kan åtgärdas behöver undersökas noggrannare med ytterligare besiktning.

RAT:erna syftar till att skapa en rimlig riskbild för affären. Det är sällan möjligt att utelämna någon bärande del eftersom skyddet då blir inkomplett. Beställaren vill vanligen ha flera åtgärder inom samma riskområde; använda både hängslen och livrem. Man kan även använda sig av både generella och specifika RAT:er för att hantera en och samma iakttagelse.

Modellen är en verktygslåda, i vilken ingår ett drygt tiotal etablerade RAT:er, från prisjusteringar till integrationsplaner. Valet av verktyg är många gånger erfarenhetsbaserat och subjektivt. Aktörerna använder de RAT:er som de är mest förtrogna med eller som är förknippade med deras profession; ekonomer arbetar med pris, jurister med avtal. Medvetna metod- och teknikval borde dock grundas i den specifika transaktionens mål och risker. Varje transaktion är unik, vilket även bör präglade hur besiktningens resultat implementeras.

Verkställande av en due diligence låter sig visserligen beskrivas i en modell, men det betyder inte att något är oföränderligt eller förutbestämt. Många komplexa och oförutsägbara faktorer spelar in, bland annat psykologiska och sociala egenskaper hos beställaren, specialisten, motparten och besiktningsobjektets representant. Ingen kan med säkerhet förutsäga vilken verkan en åtgärd får. Riskhanteringen kan därför i sin tur ge upphov till nya risker.