

Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, mars 2013

Vådan och värdet av att mörka förluster

Några av de grundläggande frågeställningarna rörande företagsöverlåtelser rör företagsbesiktningens relation till säljarens garantier samt, i nästa led, värderingen av ställning i förhållande till garantibrister. I ett nyligen avgjort rättsfall i Svea hovrätt ([T 8678-11](#)) har besiktning och värdering belysts på ett anmärkningsvärt sätt.

Fallet med det olönsamma garaget

Hösten 2007 förvärvade parkeringsföretaget Europark den mindre konkurrenten Rationell parkeringsservice (RPS), inklusive dotterbolaget PS Parksmart som bland annat bredrev parkeringsverksamhet i ett garage i Åre. Köpet motsvarade ca 130 000 parkeringsplatser i Sverige. Säljare var det för transaktionen tillskapade ägarföretaget Anelea. Köpeskillingen uppgick till 100 miljoner svenska kronor, varav 85 betalades vid tillträdet och 15 deponerades på ett gemensamt räntebärande konto för utbetalning ett år efter transaktionen. Depositionen skedde till säkerhet för köperens eventuella krav med anledning av brister i säljarens garantier och fungerade även som ett tak för eventuella garantikrav. Aktieöverlåtelseavtalet innehöll sedvanliga säljargarantier, bland annat en garanti av lämnad information, tillsammans med regleringen av brister krona-för-krona. Enligt avtalet kunde köparen dock "inte rikta några anspråk för garantibrist i den utsträckning fakta eller omständighet avseende garantibristen inkluderas eller hänvisas" till i det material som säljaren lämnat till köparen i samband med en företagsbesiktning.

Ett år efter transaktionen betalades bara en del av det deponerade beloppet ut, närmare bestämt 6,1 miljoner av de 15 som fanns på kontot. Säljaren vidkände att det funnits vissa garantibrister till ett värde om 0,7 miljoner, men resterande belopp krävdes av köparen. Köparen medgav senare att man skulle betala ut ytterligare 0,9 miljoner. Under den tvist som följde gjorde köparen gällande flera garantibrister. Säljaren stämde köparen med ett krav på utbetalning av 8,2 miljoner kronor. Europark yrkade en nedsättning av köpeskillingen uppgående till 6,9 miljoner i denna del. Köparen yrkade i sitt genkärsmål att man var berättigad ett prisavdrag om 7,3 miljoner. Den främsta bristen var ett förlustkontrakt på dotterbolagets parkeringskontrakt i Åre. Kontraktet innebar en förlust om ca 1,7 miljoner årligen.

I samband med sin företagsbesiktning av RPS överlämnade köparen en informationsförfrågan där man bland annat bad säljaren att lista de 15 största förlustavtalen. Som svar på denna direkta fråga försåg säljaren köparen med en förteckning som inkluderade tre avtal. Inget av de däri noterade avtalen var Årekontraktet, trots att det obestridligt var det mest förlustbringande avtalet. I det övriga skriftliga material säljaren tillgängliggjorde för köparens besiktning ingick dock målföretagets bokslutspärmar där uppgift fanns om de femtio största kontrakten, däribland Årekontraktet. Besiktningsmaterialet inkluderade även huvudboken som innehöll redovisning per kostnadsställe, bland annat var Årekontraktet ett sådant kostnadsställe. Från en närmare analys av besiktningsmaterialet borde köparens besiktningskonsulter således kunnat sluta sig till att kontraktet var ett av företagets mest väsentliga förlustkontrakt. Domstolen ansåg dock detta kompletterande material vara av mindre betydelse eftersom säljaren på direkt förfrågan av köparen inte upplyst att Årekontraktet var bland de största förlustkontrakten. Domstolen gav följdriktigt köparen rätt att innehålla den del av deponerad köpeskillning som motsvarade värdet av

förlustkontraktet.

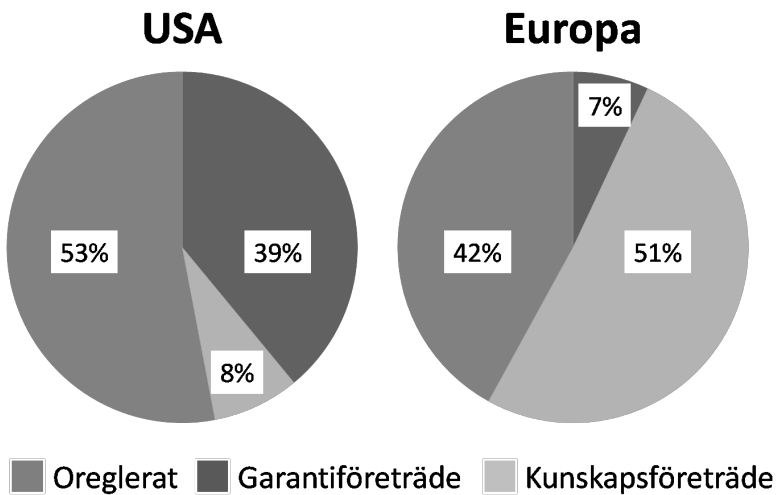
Att mörka sina kunskaper

En återkommande frågeställning inom den juridiska bedömning av företagsförvärv är vilken rättsverkan som en företagsbesiktning ska tillmätas i förhållande till garantier som säljaren lämnat (bl.a. har jag behandlat frågan i *Due diligence eller garantier - en fråga om antingen eller?*, Balans, 2002). Även om frågeställningen i många fall regleras uttryckligen av parternas avtal så illustreras den med önskvärd tydlighet av de dispositiva reglerna 17 och 20 §§ i köplagen. Varan ska motsvara det som avtalet beskriver och vad köparen med fog kunnat förutsätta, men köparen får inte åberopa vad han eller hon måste antas ha känt till vid köpet. Denna grund för riskfördelning mellan köpare och säljare har i företagsöverlåtelser ofta ansetts vara för osofistikerad och därför bytts ut mot mer eller mindre välgenomtänkta alternativa avtalslösningar.

I dagens överlåtelser får köparen framförallt sin ingående kunskap om målföretaget genom en företagsbesiktning (det finns dock även andra informationskällor). Mot bakgrund av bland annat ovan nämnda reglering förväntas att köparens kunskaper om målföretaget ska "släcka ut" verkan av säljarens eventuella garantier och skadeslöshetsvillkor (*indeminities*) i avtalet. Om köparen har kunskap om en garantibrist vid avtalstillfället kan denna garantibrist då inte göras gällande gentemot säljaren vid ett senare ersättningskrav. Denna syn på saken sägs ibland vara gällande praxis inom svenska företagsöverlåtelser. Ett diametralt motsatt synsätt kan dock anläggas; säljarens garantier i avtalet gäller som grund för ersättningsanspråk oavsett vilken kunskap köparen besitter. Det som parterna bestämt och beskrivit i avtalet är ordagrant det som gäller mellan parterna. I praktiken måste dock de båda riskhanteringsinstrumentens funktion och verkan bedömas utifrån en mängd faktorer, bland annat villkorens och besiktningens initiering, tidsordning och formulering (se min kommande bok *Due diligence - besiktning av företag*, Sanoma utbildning, 2013). Ett enkelt fall av garantiers företräde framför besiktningkunskaper är när garantin introducerats i avtalet efter det att en risk uppdagats av besiktningen och säljaren vill återställa köparens förtroende genom att detaljformulera en garanti rörande skadans uteblivande. Parterna har i ett sådant fall uppenbarligen avsett att garantin ska gälla trots köparens kunskaper från besiktningen.

Även internationellt sett är frågeställningen långt ifrån kristallklar. I amerikansk rätt diskuteras i termer av *sandbagging* och *anti-sandbagging clauses* (till och med *anti-anti-sandbagging clauses*).^[1] *Sandbagging clauses* innebär att köparen tillåts förlita sig på garantierna i avtalet trots att han eller hon känner till att de är osanna vid avtalstidpunkten, det vill säga att avtalets skrivna garantier, utfästelser och skadeslöshetsvillkor ges företräde framför köparens kunskaper om garantibrister. Köparen har således möjlighet att mörka sina kunskaper vid avtalsslutet för att senare använda dem i ett ersättningskrav. *Anti-sandbagging clauses* innebär att säljaren inte ska stå risken för garantibrister om köparen har kännedom om fakta eller omständigheter som ger upphov till bristen. Enligt undersökningar av det amerikanska juristsamfundet ABA genomförda 2009 och 2010 är de två motsatta villkoren något av en vattendelare mellan amerikansk och europeisk avtalspraxis (se figur). Trenden är dock att fler och fler av avtalen i företagsöverlåtelser inte reglerar frågan, måhända som ett utslag av en förhandlingskompromiss, för att istället överlåta uppgiften till senare tvistelösning.

ANVÄNDNINGEN AV "SANDBAGGING" KLAUSULER



För svenskt vidkommande kan termerna kunskapsföreträde och garantiföreträde användas istället för de klatschiga amerikanska uttrycken, där den förra typen av avtalsvillkor ger köparens kunskaper företräde framför säljarens garantier, medan den senare ger de avtalade garantierna företräde trots köparens eventuella kunskaper om garantibrister. I Europark-fallet innehöll avtalet ett villkor om kunskapsföreträde och regleringen återspeglade således den dispositiva köprätten.

I frågan kan säljaren argumentera utifrån den starka ståndpunkten "Varför ska jag stå för brister som du vet om?", det vill säga kunskapsföreträde. Kunskaper från företagsbesiktningen ska tas upp vid förhandling eller så får köparen tåga still. Samtidigt brukar säljare även vara noga med infoga en integrationsklausul (*merger clause*) i avtalet som exkluderar sådana utfästelser och uttalanden som förekommit före avtalslut. Garantipreferensen är liksom integrationsklausulen ett villkor som avser att slå vakt om det fysiska kontraktet som den fullständiga regleringen av avtalet, så att inte utomstående omständigheter kan anföras vid en senare tvist. En ograverad kunskapspreferens kan bli oskälig för köparen om till exempel säljaren fortsätter att lämna information om avvikelser från garantierna fram till avtalslut eller tillträde - muntligen, genom komplettering av datarummet eller genom att uppdatera säljarens bristdeklaration (*disclosure letter*). Köparen kan argumentera att de garantier och skadeslöshetsvillkor som förhandlats fram med begränsningar i omfattning, belopp (tak, trösklar och korgar) och tid som eftergifter från köparens sida bör stå sig. Avtalets beskrivning av överlåtelseobjektet är prissatt genom förhandlingar mellan parterna på grundval av de fakta som parterna fört in i avtalet. "Varför ska då utomkontraktuella omständigheter göras till del av avtalet?" Av denna anledning förekommer ibland villkor om kunskapsefterställelse (*anti-anti-sandbagging clauses*), med innebörden att köparen förlitat sig på garantierna som bas för ingåendet av avtalet och att om köparen ingår ett avtal med kunskaper om att det finns garantibrister betyder det inte att han eller hon avstått sin rätt att göra garantierna gällande.

I realiteten konkurrerar inte företagsbesiktning och garantier. Istället utgör de varandras komplement vad gäller riskfördelning. De utgör välbehövliga hängslen och livrem i en mycket riskfylld situation. Företagsbesiktning är ett proaktivt sätt att identifiera och kvantifiera risk. Den äger rum innan bindande avtal ingås och används till att föra fram frågor som behöver avtalsregleras, föranleda prisjustering eller på annat sätt beaktas vid genomförandet av transaktionsprocessen. Garantierna är ett reaktivt sätt att hantera risk, även sådan som inte kunnat identifieras av någondera parten under transaktionsprocessen. Garantierna syftar till att skapa ett

ordnat rättsförhållande mellan parterna, vilket kan avvecklas på ett kontrollerat och förutsägbart sätt. För upprätthålla balansen mellan parterna inom företagsöverlåtelser måste besiktning och garantier få samexistera med sin funktion bevarad och säkerställd genom reglering i avtalet.

Att värdera ett förlustkontrakt

Europark krävde att prisavdrag skulle ske med det som anfördes som den faktiska skadan beräknat som Årekontraktets sammanlagda förluster under åren 2008 - 2011 (kontraktet sträckte sig mellan 2006 - 2011). Säljaren anförde att förlustkontraktet egentligen representerade ett värde för köparen!

Företagsvärdering är förvisso det möjligas konst, men det finns ändå gränser för vad som är finansiellt rimligt. Den allmänt etablerade metoden för att värdera ett företag motsvarar summan av verksamhetens diskonterade framtida kassaflöden som ett närmevärde för företagets värde (*discounted cash flow method*, DCF). Att metoden kan ses som etablerad praxis betyder inte nödvändigtvis att den är sann, i betydelsen enda möjliga värderingsmetod tillämplig på samtliga situationer och objekt. En snabb utblick mot dagens aktiemarknad ger bland annat vid handen att förändringar i makrofaktorer har större inverkan på börsföretagens värde än företagets kassaflöden eller andra fundamentala faktorer i företagen. De alternativa värderingsmetoder som finns tillgängliga är vare sig onormala eller bristfälliga av det skälet att de för närvarande inte utgör god sed. Metoder som substansvärdering, jämförande värdering, Gordons formel och utdelningsbaserad avkastningsvärdering tillför viktiga förklaringsfaktorer för en komplett värderingsanalys. De är fullgoda sätt att värdera ett företag. Liksom diskonterad kassaflödesvärdering kräver de andra metoderna emellertid att förutsättningarna är de rätta och att värderaren utifrån metoden gör grundläggande antaganden som är rimliga.

Prissättning av företag (att skilja från *värdering* av företag) sker dock endast delvis i den teoretiska världen av finansiella modeller och verifierbara fakta; avgörande för prissättningen är också att lyfta in subjektiva och sociala faktorer. Priset kan påverkas av till exempel parternas uppfattning om möjliga synergieffekter eller av parterna olika förhandlingstaktik. Situationen där parterna inte använder sig av någon av de omnämnda värderingsmetoderna för att komma fram till ett pris på företaget får konsekvensen att det är svårt för en utomstående att bedöma vilka faktorer som tillmätts värde vid prissättningen.

I praktiska sammanhang fjärrar sig det förhandlade priset från det uppskattade värdet. Utan vägledande uttalanden finns strängt taget inget som säger att köpeskillingen är ett marknadsvärde, parterna är i sin fulla rätt att göra en annan värdebedömning än vad en marknad skulle göra (bland annat bortsett från potentiella skatterättsliga och aktiebolagsrättsliga restriktioner). Veterligen sker de flesta transaktioner utan att en formell värdering - i betydelsen utförd av en specialist med fast förankring i någon vedertagen värderingsmetod - tillämpas utan istället sker prissättningen baserat på schablonmässiga resonemang eller genom bud och motbud, eventuellt i samband med en auktionsprocess. Efter att en initial prisnivå har förankrats av parterna sker vanligtvis en detaljerad prissförhandling i ljuset av bland annat specifika egenskaper och riskfaktorer som framkommit genom företagsbesiktningen. Prissättningen kommer därför relativt snart att lämna de initiala hänsynstaganden som vardera part framfört och bli ett sammanvägd bedömning av många olika faktorer, ett givande och tagande. Subjektiva och sociala faktorer har stor betydelse som konkurrerar med finansiella och värderingstekniska faktorer. Problemet är då som i Europark-fallet att en extern bedömare inte har någon etablerad utgångspunkt för att göra en bedömning av värderingen.

Parterna har inte givit uttryck för någon specifik värderingsmetod vid sin prissförhandling, det förefaller ha varit en enkel utväxling av bud och motbud. Säljaren framför åsikten att köparen bjudit

på målföretaget utan att se någon som helst dokumentation, vilket skulle innebära att förekommande förlustavtal skulle vara egala i värderingshänseende. Det anförda innebär dock rimligen inte att köparen inte gjort en värdering. Det innebär inte heller att nya fakta rörande köparens värderingsantaganden inte kan komma att påverka dennes uppfattning. Köparen invänder mot säljarens åsikt att man velat få kunskap om alla förlustkontrakt för att kunna göra en korrekt bedömning av företagets värde och att de förlustkontrakt som faktiskt uppdragats fått inverkan på avtalet (bland annat genom ett särskilt skadeslöshetsvillkor). Domstolen har därmed inte haft någon tydlig referensram för värderingsfrågor utifrån parternas agerande före avtalsslut.

Enligt avtalet rörande RPS skulle garantibrister regleras av den vanliga principen krona-för-krona. Denna dominerande värderingsprincip för garantibrister differentierar inte mellan olika typer av avvikelser eller olika värderingsmetoder. Principen innebär bland annat att en kronas brist i omsättningstillgångar ges samma effekt som en kronas brist i intäkter. Resultaträkningsbrister utmynnar liksom balansräkningsbrister i påverkan på företagets egna kapital, vilket medför att principen krona-för-krona ger uttryck för en substansvärdering oavsett typ av brist. Där är sällsynt att göra en distinktion mellan balansbrister och resultatbrister. DCF, som anses vara praxis för företagsvärdering, lyser således med sin frånvaro i de flesta avtal (återigen, substansvärdering är inte en felaktig metod men den är inte "modern" i den mening att den avspeglar hur företag uppfattas idag). En domstol eller skiljenämnd kan därmed inte utifrån avtalet få ledning för annat än att substansvärdering ska tillämpas.

Den värderingsspecialist som anlätts av käranden i fallet har tagit den lätt absurda utgångspunkten att en förlust egentligen är ett positivt värde: "ett förlustkontrakt kan vara att se som en fördel om man värderat bolaget efter resultatet eftersom det innebär att det finns potential att förbättra bolaget" och "i vart fall har någon skada inte uppkommit för Europark då en köpare bör vara villig att betala mer för ett bolag med rationaliserings- och förbättringspotential än för ett bolag med goda resultat". Det är förvisso så att en rationaliseringsplan vars syfte är att lyfta bort kostnader och förbättra marginaler kan förbättra ett företags framtida kassaflöden. Det är även så att förluster leder till skatteavdrag som rätt paketerade kan få ett självständigt värde vid en senare avyttring. Men i båda dessa fall krävs en konkret och praktisk plan för att utnyttja förlusterna (en plan som vanligtvis även involverar genomförandekostnader), vilket inte funnits i detta fall. Det är förvisso inte ovanligt att köparen avtalsmässigt påläggs en plikt att reducera sin skada men så är inte avtalet formulerat i detta fall. Resonemanget framstår hypotetisk och inte förankrat i fakta i fallet.

Domstolen anser att det är svårt att göra någon annan skadeberäkning än att utgå från de resultat som förlustkontraktet lett till i företagets bokföring. På basis av de av parterna framförda argumenten och vad som anförts rörande prisetförhandlingen är domstolens utgångspunkt inte annat än rimlig. Kärandesidan hade dock kunnat anföra en betydligt bättre argumentation för att ge domstolen alternativ till den osofistikerade förlustsummering som blev resultatet.

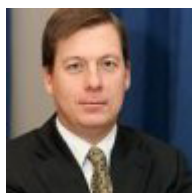
Den skada som uppstått på grund av förlustkontraktet har kommit att likställas med de sammanlagda förlusterna för åren 2008 - 2011 (varav det sista året är ett budgetutfall och inte granskat av företagets revisor). Förlusterna beräknas genom summering av posterna intäkter från parkering och kontrollavgifter reducerat med kostnader från hyra, fastighetsskatt, el och övrigt (städning, mynthantering, kontokortsavgifter, reparation och underhåll, förbrukningsmaterial och inhyrd personal). Förlusterna är således förluster på en bruttoresultatnivå, det tycks inte finnas avdrag för indirekta kostnader som försäljningskostnader, administrativa kostnader och avskrivningar. I vart fall har inte skatteeffekten av förlusten inkluderats i beräkningen. Kontraktsförlusten är således inte en nettoresultatförlust, den påverkar inte företagets egna kapital. Förlusternas nettoeffekt på substansvärdet är 28 respektive 26,3 procent (bolagsskattesatsen sänktes 2009) lägre än det belopp som hovrätten kommit fram till. Skadan av förlustkontraktet

fastställdes till ca 6,2 miljoner kronor men belastade det egna kapitalet med endast ca 4,6 miljoner. En skillnad om 1,6 miljoner.

Även andra invändningar mot skadeberäkningen kan anföras. Förvisso har diskussionen mellan parterna obestridligt handlar om ett "förlustkontrakt", vilket kan tolkas som att hela kontraktstiden ska omfattas. Det finns dock inte några tydliga grunder för att samtliga förluster från övertagandet till kontraktets upphörande ska ligga till grund för beräkningen av skadan. Förlusterna efter tillträdesåret och de av säljaren garanterade årsredovisningarna är framtida negativa resultat över vilka köparen ändock har viss kontroll. I fallet har köparen till exempel försökt att höja parkeringsavgifterna för att skapa bättre lönsamhet. Vanligtvis lämnar säljare inte garantier för framtida förhållanden. En alternativ argumentationslinje är följaktligen att endast förluster för förvärvsåret utgjort en grund för skadan. Ytterligare ett alternativt synsätt som har vissa meriter är att förlusterna åtminstone skulle diskonteras med köparens beräknade avkastningskrav till nuvärdet vid tillträdet. Säljarens argumentation i värderingsfrågan förefaller bristfällig och kontraproduktiv. Istället för att på goda grunder anlägga argument för att begränsa skadebegränsningen har man valt en extrem linje som inte övertygar någon.

Principen krona-för-krona tillsammans med bristfällig argumentation kan således innebära otillbörliga värdeöverföringar vid avvecklingen av företagsöverlåtelseavtal. Den krona som brutit måste definieras före det att den krona som ska ersätta bristen kan beräknas. Det finns även andra möjligheter som ligger närmare en avkastningsvärdering av garantibristen. Olika värderingsperspektiv kan alltid anläggas vid företagsöverlåtelser och skadeberäkning. Parterna tillsammans med ombud och sakkunniga måste hjälpa domstolarna att göra rimliga bedömningar i såväl rättsfrågor som värderingsfrågor.

[1] *Sandbagging* kan i det här sammanhanget översättas med mörkningstaktik. Det är en sportterm som betyder att man döljer sin egen position i förhållande till sin motståndare genom att ta emot några initiala nederlag för att senare dra fördel av att motståndaren inte känner till ens styrkor.



Robert Sevenius

Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare och författare inom företagsförvärv och bolagsstyrning samt kursledare vid Stockholms universitet, Företagsekonomiska Institutet, Advokatsamfundet m fl.