



Opgørelse og regulering af købesum ved virksomhedshandler

1. Indledning

Bestemmelser om opgørelse og regulering af købesum er blandt de vigtigste bestemmelser i aftaler om virksomhedshandler. Koncipering og forståelse af købesumsbestemmelser giver imidlertid ofte anledning til forvirring og – efterfølgende – tvister. Der er ikke altid ved udfærdigelsen af bestemmelserne det fokus på dem, som deres vigtighed tilsiger. Tiden prioriteres fx ofte til udarbejdelse og forhandling af omfattende garantikataloger og -beskyttelse, uanset der erfaringsmæssigt kan tjenes flere penge ved at tænke købesumsmekanismen ordentligt igennem. Dertil kommer, at de finansielle og kommercielle personer, der er involveret, ofte ikke er tæt på en aftaletekst og form, som er svært tilgængelig for personer, der ikke er vant til at læse den slags. De juridiske rådgivere har til gengæld ikke altid den nødvendige forståelse af de finansielle forhold, som aftalen skal beskrive. Derved kompliceres en problemstilling, som egentlig er forholdsvis banal.



Af advokat (L) MBA, Christoffer Galbo,
Moalem Weitemeyer Bendtsen

Købesummen for virksomheder opgjordes for 10-15 år siden som oftest på grundlag af den handlede virksomheds ("Target") historiske regnskaber eller en opgørelse af den bogførte egenkapital pr. en vis skæringsdag. Denne kunne eventuelt være suppleret af særlige mekanismer, fx earn-out mekanismer hvor en del af købesummen afhang af fremtidig indtjening eller omsætning i nogle år efter transaktionen.

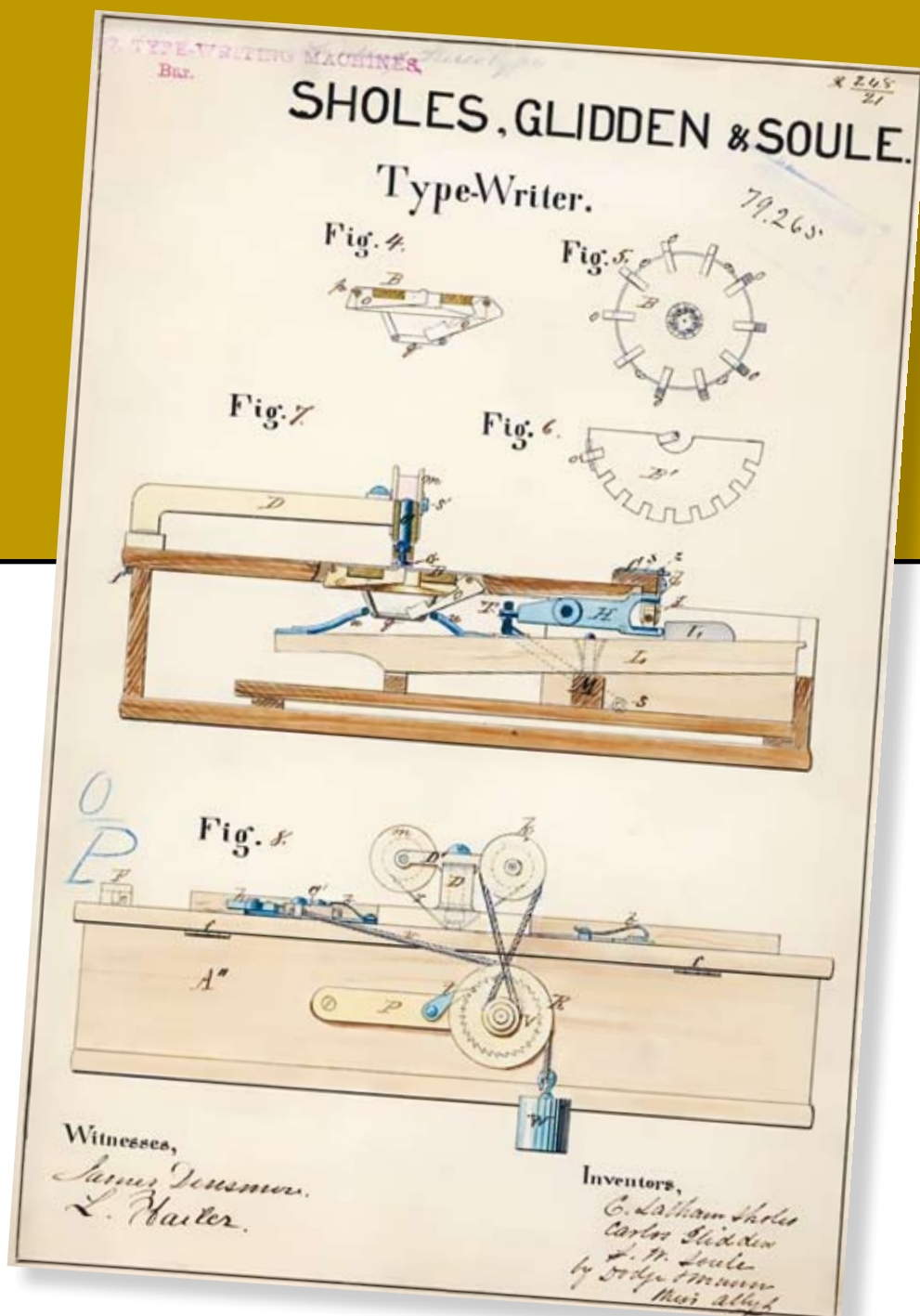
Blandt finansielle rådgivere – og i tiltagende omfang mellemstore og store virksomheder – har Enterprise Value-begrebet imidlertid vist sig som det centrale begreb i forbindelse med diskussioner om værdiansættelse. Enterprise value svarer alene til værdien af egenkapitalen ("equity value"), hvor den handlede virksomhed ikke har nogen nettogæld, jf. nedenfor. Selvom finansielle rådgivere og parter er enige om enterprise value for Target, udestår således forhandling af, hvilken equity value dette svarer til. Equity value udgør således det beløb, som sælger er berettiget til, og som traditionelt betegnes som købesummen.

Forståelsen af enterprise value begrebet og sammenhængen mellem dette og equity value / købesum er derfor central i forbindelse med forhandlingen af købesummen. Den er også central ved koncipering af overdragelsesaftalen.

Formålet med denne artikel er på denne baggrund at (2.) tydeliggøre sammenhængen mellem enterprise value og equity value. Herved klargøres samtidig baggrunden for de bestemmelser om reguleringer på baggrund af (3.) nettogæld og (4.) nettoarbejdskapital, som er knyttet til modeller, der tager udgangspunkt i enterprise value. Artiklen belyser endvidere (5.) enkelte balanceposter, der ofte giver anledning til diskussion og (6.) den typiske kadence for en reguleringsmekanisme. Artiklen indeholder endelig (7.) anbefalinger om koncipering af bestemmelser om regulering af købesum og (8.) en konklusion.

De i artiklen rejste problemstillinger er alene direkte relevante ved handler med unoterede virksomheder. Det er dog i det hele taget nyttigt at forstå de drøftede begreber og problemstillinger for den, der rådgiver om corporate finance transaktioner.

Det bemærkes, at advokat Tue Ravnholdt Frandsen i en udmærket artikel¹ har berørt nogle af de nævnte problemstillinger, hvorfor visse forhold i denne artikel behandles kortfattet med en henvisning til Tue Ravnholdt Frandsens nævnte artikel.



De immaterielle aktiver skal fremover identificeres og værdiansættes til dagspris.

Polfoto/© National Archives – digital vers/Science Faction/Corbis

2. Sammenhængen mellem Enterprise Value og købesum

Det ses i salgsprocesser ofte, at køber opfordres til at afgive sit bud på Target under den forudsætning, at Target hverken har nogen rentebærende gæld eller nogen likvider. Denne værdi defineres endvidere som enterprise value. Enterprise value svarer under de angivne forudsætninger til den købesum, der tilfalder ejerne.

I finansieringsteoretiske fremstillinger defineres enterprise value imidlertid oftere som en virksomheds værdi på baggrund af en given finansieringsstruktur, det vil sige et givet forhold mellem egenkapital og gæld på passiv siden af Targets balance.^{2 3} Enterprise value udtrykker her ikke den værdi, der tilkommer ejerne. Den udtrykker den værdi, der tilkommer investorer i det hele taget, det vil sige dels ejere (egenkapitalinvestorer) dels gældsinvestorer. Realiteten ved virksomhedshandler er ofte denne, at Target har en vis gæld ved overtagelsen, og at det ikke er praktisk, at sælger eller Target indfrier denne umid-

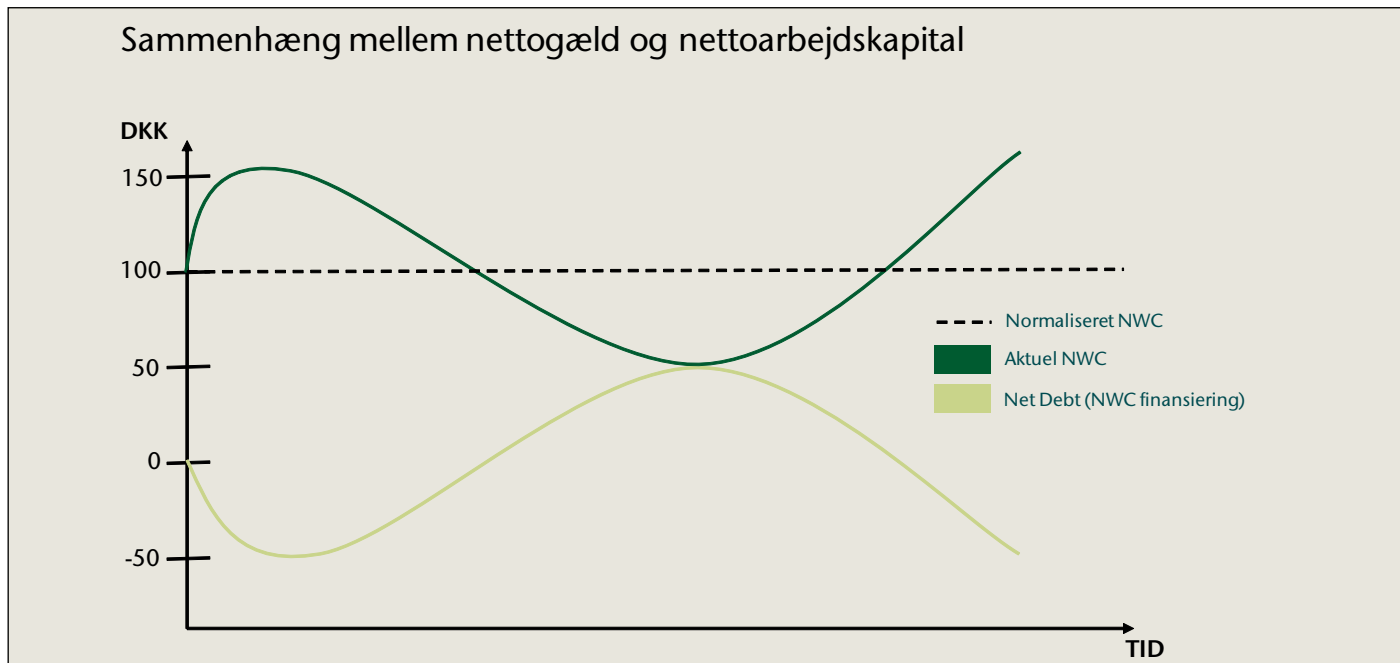
delbart før overdragelsen. Hvis køber og sælger er enige om en given enterprise value, kan ejernes del af denne, det vil sige købesummen, beregnes som den aftalte enterprise value med fradrag af gæld:

$$EV = V_D + V_E \longleftrightarrow V_E = EV - V_D^4$$

Brug af enterprise value som værdiudtryk muliggør en lettere sammenligning af virksomheders værdi uanset den konkrete finansieringsstruktur,⁵ som ejerne har valgt. En række gængse værdiansættelsesmetodikker fører endvidere i første omgang til en enterprise value. Det gælder fx, når virksomheder, som det ofte er tilfældet, værdiansættes på baggrund af EBIT, EBITA eller EBITDA multipler anvendt af markedet på sammenlignelige virksomheder eller ved sammenlignelige transaktioner. Den indtjeningsparameter, der anvendes, angiver således indtjeningen før finansieringsomkostninger.⁶ Værdiansættelsesme-



FIGUR 1



toder, hvor fremtidige cash flows diskonteres til nutidsværdi, vil ligesledes ofte i første omgang resultere i en enterprise value, men disse metoder findes i mange varianter, og nogle fører direkte til værdien af egenkapitalen, equity value.

3. Opgørelse af nettogæld

Købesummen afhænger, hvor parterne har aftalt, at købesummen skal opgøres på baggrund af en aftalt enterprise value med fradrag af gæld, af opgørelsen af gælden på det finansielle skæringstidspunkt. Skæringstidspunktet sættes ofte til tidspunktet for parternes udveksling af ydelser, ofte benævnt "Closing". Derved overgår den finansielle og den juridiske risiko samtidigt.

Det kan give anledning til diskussion, hvilke poster der bør medgå ved opgørelsen af den gæld, der skal fratrækkes. De gældsposter, der skal fratrækkes, omtales ofte som "rentebærende gæld". Det omfatter typisk bankgæld, gæld til kreditforeninger og gæld til aktionærer. Visse poster kan give anledning til tvivl. Det gælder fx skyldige skatter og pensionsforpligtelser. Udgangspunktet må være, at sådanne poster bør fratrækkes opgørelsen af købesummen, men spørgsmålet må ofte afgøres ved forhandling, jf. nedenfor pkt. 5 om enkelte balanceposter.

Gælden opgøres netto, det vil sige med fradrag af likvider. Likvider omfatter kontanter og kontantlignende aktiver som fx likvide værdipapirer. Logikken er, at likviderne kunne være brugt til nedbringelse af gælden, og at det ofte vil være et tilfælde, om likvider er anvendt til nedbringelse af fx en kassekredit. Virksomheder har dog i den løbende

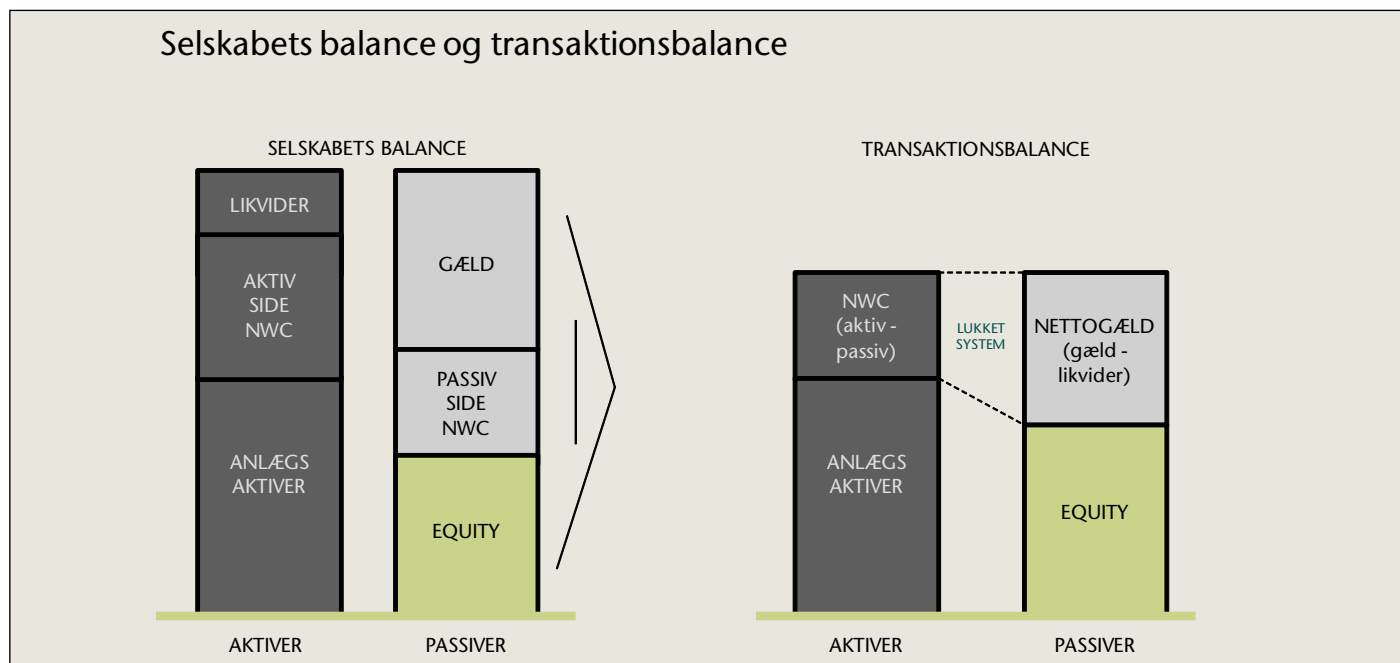
drift behov for et vist minimum af likvider, og der kan argumenteres for, at dette beløb ikke skal fratrækkes gælden, men snarere repræsenterer arbejdskapital ("working cash"). Der tages mig bekendt i praksis sjældent højde for denne nuance, idet den ofte ikke har den store betydning. Der kan dog for visse virksomhedstyper, fx vidt forgrenede retailvirksomheder, være et reelt behov derfor.

Gælden bør endelig opgøres til markedsværdi, såfremt denne afviger fra den bogførte værdi.⁷

4. Regulering for arbejdskapitaludsving

En virksomhed kan ikke drives – og indtjening og cash flows ikke generes – uden en vis base af anlægsaktiver. Virksomhedsejeren har endvidere som et led i den løbende drift en vis kapitalbinding i tilgodehavender og lager og en vis finansiering fra leverandører. Disse balanceposter (tilgodehavender + lager – leverandørgæld) udgør kernen af nettoarbejdskapitalen ("net working capital"), der dog af og til defineres som (i) omsætningsaktiver bortset fra likvider med fradrag af (ii) kortfristede forpligtelser, der ikke indgår i nettogælden. Udsving i disse poster, der slår direkte igennem på nettogælden, jf. ovenfor, forekommer løbende i den almindelige drift: Kunder betaler, der købes ind til lager, eller leverandører betales. En aftalt enterprise value, hvor købesum alene beregnes med fradrag af nettogæld pr. Closing, vil således føre til, at købesummen svinger vilkårligt. Dette er hovedbegrundelsen for, at en købesumsmekanisme, hvor købesummen beregnes på baggrund af enterprise value med fradrag af nettogæld, også bør indeholde en arbejdskapitalforudsætning og reguleringsmekanisme,

FIGUR 2



hvorved der reguleres for udsving i arbejdskapital på skæringstidspunktet.⁸ Udsving i nettogælden, der alene er udtryk for almindelige udsving i arbejdskapitalen, bør således ikke have effekt på købesummen: Den forøgelse af gælden, der skyldes et almindeligt indkøb til lager, hvorved lageret overstiger normalen, bør ikke komme sælger til skade, ligesom sælger ikke bør have nogen fordel af, at enkelte større debitorer betaler tidligere end normalt, hvorved debitorbestanden bringes under normalen.

Dertil kommer, at sælger uden en mekanisme for arbejdskapitalregulering har gode muligheder for at manipulere købesummen, fx ved i unormalt omfang at reducere lageret, at rykke debitorer eller trække betalinger til leverandører.⁹

En mekanisme for regulering for arbejdskapital indebærer således som udgangspunkt, at sælger kompenseres (købesummen forøges) med det beløb, hvormed arbejdskapitalen på skæringstidspunktet (ofte Closing) overstiger den forudsatte arbejdskapital. Såfremt arbejdskapitalen er lavere end den forudsatte arbejdskapital, går reguleringen den modsatte vej.

Sammenhængen mellem udsving i nettoarbejdskapital og nettogæld er illustreret i figur 1.

Det er herefter centralt at finde det nettoarbejdskapitalniveau, der er udgangspunkt for reguleringen. Dette afhænger af parternes forudsætninger i forbindelse med værdiansættelsen. Disse vil ofte svare til et niveau, hvor Target er i "steady state", og arbejdskapitalen ikke er svinget ud som følge af sæsonudsving eller andre særlige forhold. I aftaler ses det ofte defineret som "Normalized Working Capital" eller "Base Working Capital". Sælgers interesse er, at ni-

veuet sættes lavt, mens køber modsat ønsker det fastsat på et højt niveau. Forståelsen af, hvor niveauet bør ligge, er derfor et væsentligt element i købers finansielle due diligence og i forhandlingen af prisen. Det ses dog ofte, at forhandlingerne i de indledende stadier alene vedrører enterprise value, uden at parterne forholder sig til, hvorledes mellemregningerne derfra og til købesummen skal ske. En potentiel køber, der vil markere, at dette punkt udestår, kan påføre sit bud på enterprise value en forudsætning om et "normaliseret arbejdskapitalniveau". Køber vil således ofte først på et senere stadium i processen have den indsigt, der skal til for at have en mening om, hvad arbejdskapitalforudsætningen konkret bør være. Den sælger, der modtager et bud på enterprise value, kan omvendt forsøge at afæske byderen dennes forudsætning om nettoarbejdskapital med henblik på dels at "låse" købesummen, dels at sikre at forskellige bud er sammenlignelige.

Den normaliserede arbejdskapital fastsættes af og til på baggrund af gennemsnittet i en forudgående periode. Denne metode kan dog ikke anvendes mekanisk. Den kan for eksempel, afhængig af periodens længde, for en virksomhed i vækst føre til et for lavt niveau. Metoden tager til gengæld højde for sæsonudsving, når blot gennemsnittet er beregnet på baggrund af en fuld cyklus. Parterne vil dog ofte ikke alene forlade sig på historiske data, men også tage i betragtning, hvorledes nettoarbejdskapitalen forventeligt vil udvikle sig i en periode på 6-12 måneder efter skæringsdagen.

Reguleringsmekanismen bør således gøre det værdineutralt, at Target veksler mellem arbejdskapital og nettogæld således som illustreret i figur 2.



5. Enkelte balanceposter

Ved beregning af købesum på baggrund af enterprise value er det således vigtigt, om en balancepost indgår i opgørelsen af nettogæld eller i nettoarbejdskapital. Poster, der indgår i nettogæld, påvirker købesummen krone for krone, mens købesummen alene påvirkes af forskydninger i arbejdskapitalposter.

Hverken nettogældspostens hovedkomponenter (bankgæld, lignende rentebærende gæld og likvider) eller nettoarbejdskapitalpostens hovedkomponenter (tilgodehavender, lager og leverandørgæld) giver normalt anledning til diskussion.

Diskussion opstår imidlertid ofte med hensyn til en række andre af balancens poster, og det er nødvendigt konkret at forholde sig til hver enkelt post. Den juridiske rådgiver bør navnlig om sådanne spørgsmål søge bistand hos finansielle rådgivere. Det er nyttigt at skele til, om den pågældende post er udtryk for et finansieringsvalg eller en integreret (uundgåelig) del af virksomhedens drift. Kriteriet er dog ikke altid let at anvende, og parternes forhandlingsevne - og styrke har normalt større betydning end mere teoretiske overvejelser.

Udskudt skat er udtryk for, at de skattemæssige afskrivningsregler afviger fra de regnskabsmæssige. Den skattemæssige afskrivning sker typisk over en kortere periode. Det resultat, der betales skat af og dermed den aktuelle skat, er lavere end resultatet efter regnskabsmæssige afskrivninger og dermed den teoretiske skat. Virksomheder kan derfor ofte skubbe en skattemæssig forpligtelse foran sig. Blandt de kortfristede passiver findes i sådanne situationer et passiv med udskudt skat. Så længe virksomheden fortsætter sine investeringer, vil den kunne skubbe denne skattemæssige forpligtelse foran sig. Der er réelt tale om en løbende finansiering, som Staten yder. I denne typiske situation forekommer det mest naturligt at behandle udskudt skat som en del af arbejdskapitalen, og det synes da også at ske i de fleste transaktioner. Sagen stiller sig anderledes, hvor muligheden for at udskyde skat ophører eller kan forventes reduceret betydeligt, fx fordi det i en længere periode ikke vil være nødvendigt at investere i en type aktiv, der er fuldt afskrevet skattemæssigt, men ikke er det regnskabsmæssigt. Det vil tilsvarende ofte være rigtigst at medregne udskudte skatteaktiver blandt likvider, hvis de med stor sandsynlighed kan realiseres inden for en kortere periode.

Skyldig skat behandles typisk som rentebærende gæld. Dels bærer forpligtelsen typisk renter, dels kan den som udgangspunkt ikke rulles videre. Der argumenteres dog fra tid til anden med held for, at også skyldige skatter réelt er udtryk for en løbende finansiering, som Staten yder, idet der i det store hele til enhver tid vil være en vis skyldig skat.

Deposita, som Target modtager, fx som udlejer, øger på aktivsiden af balancen beholdningen af likvider, mens passivsiden af balancen får en modpostering. Udgangspunktet må, hvor deposita modtages med et langt sigte være, at de modtagne likvider reducerer nettogælden. Modposteringen, modtagne deposita, indgår i arbejdskapitalen, men posten vil i typesituationen være konstant.

Deposita, som Target betaler, indebærer en reduktion af likvidbeholdningen (forøgelse af nettogælden). Det modsvarende aktiv indgår i arbejdskapitalen, medmindre det forventes frigivet på kortere sigt. Det samme gælder for sikkerhedsstillelser, som Target skal foretage, fx i form af depoter med likvider eller værdipapirer. Sådanne sikkerhedsstillelser indebærer, medmindre der er tale om kortvarige, enkeltstående dispositioner, en kapitalbinding på samme vis som fx en lagerbeholdning. Likviditet, der er bundet på denne måde, bør derfor ikke indgå i opgørelsen af nettogælden.

Pensionsforpligtelser kan i visse tilfælde forekomme også på den konsoliderede balance af virksomheder, der ikke har tilladelse til at drive forsikringsvirksomhed.¹⁰ Det kan fx være tilfældet, hvor det danske moderselskab (Target) har datterselskaber i lande, fx Holland, Norge, Sverige, England eller USA¹¹, hvor der ikke er samme restriktioner som i Danmark for, at virksomheder uden tilladelse til drift af forsikringsvirksomhed påtager sig pensionsforpligtelser.¹² Købers udgangspunkt må være, at sådanne forpligtelser sidestilles med rentebærende gæld: Sælger/Target kunne have valgt at placere pensionsforpligtelsen eksternt, og der er derfor snarere tale om et finansieringsvalg end om en uomgængelig del af driften. Det er vigtigt at forstå det nøjagtige indhold, herunder opgørelsen, af sådanne forpligtelser. Finanskrisen har illustreret, hvordan tilsyneladende solide pensionsprogrammer hurtigt kan vise sig at være uden tilstrækkelig dækning. Den juridiske rådgiver bør overveje at henstille, at specialiserede pensionsrådgivere inddrages.

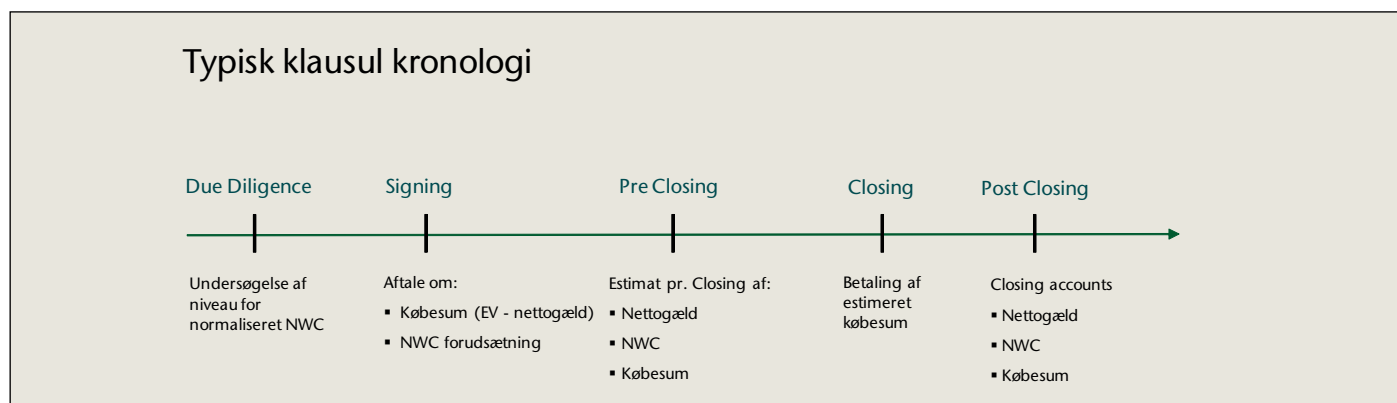
Mellemregninger mellem Target og sælgers eventuelle øvrige koncern bør behandles som rentebærende gæld, medmindre mellemregningen reflekterer løbende samhandel. Hvis mellemregningen reflekterer løbende samhandel, må det overvejes, om denne efter Closing skal fortsætte på samme vilkår, eller om betalingsvilkår m.v. skal ændres. Ændringer af sådanne vilkår vil således påvirke nettoarbejdskapitalniveauet fremadrettet og bør derfor indarbejdes i arbejdskapitalforudsætningen. Såfremt samhandelsforholdet med sælgers øvrige koncern afbrydes ved Closing og mellemregningen indfries, vil det påvirke Targets / Købers likviditet. Såfremt en tilsvarende samhandel kan etableres til anden side, bør det imidlertid ikke påvirke værdi af og købesum for Target.

6. Kadence for reguleringsmekanisme

I større salgsprocesser følger reguleringen af købesummen ofte en to-trins procedure. Sælger estimerer kort forud for Closing nettogæld og nettoarbejdskapital pr. Closing. Køber betaler på denne baggrund en foreløbig (estimeret) købesum. Den foreløbige købesum reguleres endelig efter Closing, hvor der udarbejdes nøjagtige opgørelser af nettogæld og nettoarbejdskapital pr. Closing. Proceduren er illustreret i figur 3.

Der forekommer dog også, blandt andet hvor Closing ikke er for-

FIGUR 3



skudt fra aftaleindgåelsen, et-trinsprocedurer, hvor der alene sker en efterfølgende regulering af en aftalt foreløbig købesum.¹³ Sælger er på grund af sit kendskab til Target og sin uhindrede kommunikation med ledelsen normalt i en bedre position til at forudsige den endelige købesum, uanset købers due diligence har udjævnet vidensniveauerne. Køber kan adressere risikoen for i første omgang at betale et for højt beløb med den forværing af forhandlingspositionen, som dette indebærer, ved at stille krav om, at en del af den foreløbige købesum deponeres.

7. Reguleringsbestemmelser

Aftaler om virksomhedsoverdragelser anvender ofte ganske omfattende reguleringer af, hvordan købesummen skal beregnes, herunder hvilke balanceposter der skal indgå i henholdsvis nettogæld og nettoarbejdskapital. Det er imidlertid normalt en fordel at holde det forholdsvist simpelt.

Reguleringen skal overordnet set adressere følgende regnestykke:

$$V_E = EV - V_D + \Delta NWC$$

Parternes aftale om købesummen kan tage udgangspunkt i en regulering i stil med følgende:

"X.X The Purchase Price for the Shares shall be calculated on the basis of an enterprise value of DKK 300,000,000 (the "Enterprise Value") assuming a Working Capital level equal to the Normalised Net Working Capital. Accordingly, the Purchase Price shall equal the Enterprise Value less the (i) Closing Net Debt and (ii) the Net Working Capital Difference.¹⁴ Schedule X.X includes a sample calculation of the Purchase Price."

Definitioner af henholdsvis nettogæld og nettoarbejdskapital er ofte mere præcise, hvor definitionerne henviser til en opgørelse på baggrund af et historisk regnskab for Target. Targets aktiver og passiver vil således i Closing regnskabet typisk blive fordelt i samme kategorier, som de har været fordelt i historisk. I tilfælde af en tvist vil en opmand endvidere ofte have nemmere ved at placere et bestemt aktiv eller passiv på baggrund af den balance, parterne har lavet i det historiske regnskab, end på baggrund af ordrige definitioner.

Nettogæld og nettoarbejdskapital kan således fx defineres som følger:

"Net Debt" shall mean all interest bearing debt of the Group less cash and cash equivalents calculated in accordance with the Accounting Principles. Schedule • includes a sample calculation of the Net Debt as of 31 December 2008 on the basis of the 2008 Annual Report.

"Net Working Capital" shall mean the net working capital of the Group calculated in accordance with the Accounting Principles. Schedule • includes a sample calculation of Net Working Capital as of 31 December 2008 on the basis of the 2008 Annual Report.

Definitionerne og købesumopgørelsen i det hele taget bør normalt henviser til og anvende Targets historiske regnskabsprincipper, idet disse jo har ligget til grund for parternes drøftelser og forhandlinger. Der er dog ikke noget i vejen for at aftale konkrete fravigelser fra disse. Køber kan fx ved sin due diligence være blevet opmærksom på, at der ikke foretages tilstrækkelige nedskrivninger på lageret, og det kan i et sådant tilfælde være på sin plads konkret at specificere, hvordan lageret skal behandles i den endelige opgørelse. Det giver sig selv, at hver af parterne bør sikre sig, at de har forstået indholdet af de regnskabsprincipper, der anvendes i Closing regnskabet.



Aftalen bør endvidere indeholde bestemmelser, der sikrer køber, at Target i perioden fra det seneste pålidelige regnskab eller periode-regnskab er drevet uændret i overensstemmelse med hidtidig praksis. Reguleringer for nettogæld og nettoarbejds kapital hindrer således ikke enhver manipulation af købesummen. Fx kan salg af anlægsaktiver, manglende vedligeholdelse og udskydelse af normale investeringer eller marketingudgifter nedbringe nettogælden og dermed forøge købesummen. Såfremt køber fornemmer, at der er en reel risiko for en sådan manipulation, eller af andre grunde ønsker et højt sikkerhedsniveau, kan detailbestemmelser yderligere adressere denne risiko.

8. Konklusion

Overdragelsesaftalens bestemmelser om købesumsopgørelse og regulering skal reflektere parternes værdidiskussion. Det er derfor ofte naturligt at tage udgangspunkt i en aftalt enterprise value. Reguleringer på baggrund af den bogførte egenkapital vil derimod dreje om en størrelse (den bogførte egenkapital), der som oftest ikke er relevant i værdidiskussionen.

Det er ved forhandlingen og konciperingen af sådanne bestemmelser nødvendigt at overveje kategoriseringen af hver enkelt post på Targets balance. Kategoriseringen af visse poster kan diskuteres, og der er her rum for den dygtige og velforberedte forhandler.

Det er endvidere nødvendigt at forstå betydningen af de anvendte regnskabsprincipper og, om der bære gøres fravigelser derfra.

Bestemmelserne kan med fordel henvise til eksempler på beregning af nettogæld og nettoarbejds kapital på baggrund af Targets historiske regnskaber.

En mekanisme baseret på enterprise value med opgørelse af nettogæld og nettoarbejds kapital pr. Closing har den fordel, at det finansielle skæringstidspunkt matcher det juridiske. Sælger opbeholder således resultatet frem til Closing. Udarbejdelse af Closing regnskabet rummer dog kimen til strid, og det undgås ikke, at bestemmelserne får en vis kompleksitet.

Det bør på denne baggrund i hver enkelt transaktion overvejes, om ikke parterne er bedre tjent med, at der handles på baggrund af Targets seneste historiske regnskab eller eventuelt et revideret perioderegnskab, hvis rigtighed sælger garanterer. Parterne kan i givet fald drøfte enterprise value og mellemregningerne til købesummen på baggrund heraf, men købesummen (equity value) kan angives i overdragelsesaftalen uden reguleringer. Overdragelsesaftalen bør endvidere sikre, at der ikke i perioden siden statusdagen for det pågældende regnskab er foretaget udlodninger fra Target, eller i hvert fald alene er foretaget udlodninger af et af parterne aftalt beløb. Metoden benævnes derfor af og til som "locked box"-metoden. Metoden indebærer, at køber får Targets indtjening fra datoen for regnskabet, men dette kan i et vist omfang balanceres med, at købesummen forrentes fra samme dato. Den ulempe, det dog er, at køber overtager den finan-

sielle risiko før, den juridiske risiko og kontrollen med ledelsen overgår, indebærer, at metoden er mindre egnet, hvor der går, eller risikerer at gå, lang tid fra datoen for det relevante regnskab til Closing. Det kan fx være tilfældet, hvor Transaktionen skal gennem en omfattende godkendelsesprocedure hos konkurrencemyndighederne.

Købesumsmekanismen bør således tilpasses dels parternes værdidiskussion dels den forventede proces. Det bør derudover ligge i baghovedet, at det også i disse sammenhænge i sig selv har en værdi at holde reguleringen forholdsvis simpel.

Noter

- 1 Revision og Regnskabsvæsen, 2006, nr. 4, s. 32.
- 2 Se fx Copeland, Koller and Murrin, Valuation, 2nd edition, s. 135ff ("entity value") og Damodaran, Applied Corporate Finance (1999), s. 439ff ("firm value").
- 3 I denne artikel forudsættes, at Target er finansieret af egenkapital og gæld. De tilfælde, hvor hybride finansieringsformer, fx konvertibel gæld, er anvendt, berøres ikke nærmere. De indebærer nuancer ved de rejste problemstillinger, men ikke konceptuelle forskelle.
- 4 EV anvendes som forkortelse for enterprise value, mens V_D og V_E er forkortelser for værdi af gæld (value of debt) og værdi af egenkapital (value of equity).
- 5 Virksomhedens kapitalomkostninger (weighted average cost of capital, WACC) afhænger dog af finansieringsstrukturen. Ved anvendelsen af metodikken, der tilbagediskonterer cash flows på baggrund af kapitalomkostninger, påvirkes resultatet (enterprise value) derfor af finansieringsstrukturen. Købere vil dog ofte beregne kapitalomkostningerne på baggrund af den planlagte (fremadrettede) finansieringsstruktur for Target.
- 6 Den af og til anvendte *price earnings* multiplere anvender derimod Targets bundlinje, resultat efter skat (og omkostninger ved finansiering af gæld), og fører derfor direkte til equity value.
- 7 Se fx Copeland, Koller and Murrin, Valuation, 2nd edition, s. 141.
- 8 Parternes forhandlingsstyrke og den konkrete forhandlingsituation kan føre til,

at arbejdskapitalreguleringen fravælges eller begrænses, fx således at den kun kan gå i den ene parts favør eller kun foretages, såfremt den resulterer i en regulering over et vist beløb.

- 9 Se Tue Ravnholt Frandsen, Revision og Regnskabsvæsen, 2006, nr. 4, s. 33.
- 10 Kravet om tilladelse til drift af forsikringsvirksomhed følger af § 11, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed, se lovbekendtgørelse nr. 793 af 20. august 2009 som senest ændret ved lov nr. 516 og 518 af 12. juni 2009.
- 11 Opregningen af lande er baseret på min erfaring og erindring. Jeg har ikke undersøgt den relevante lovgivning i de nævnte lande.
- 12 § 1, stk. 1 i firmapensionskasseloven, se lovbekendtgørelse nr. 1561 af 19. december 2007 som senest ændret ved lov nr. 516 af 12. juni 2009, kræver

med enkelte undtagelser, at arbejdsgivere afdækker pensionslønfter i forsikrings-selskaber eller pensionskasser, der må udøve forsikringsvirksomhed i henhold til lov om finansiel virksomhed eller i pensionskasser, der har tilladelse i henhold til firmapensionskasseloven. Udenlandske koncernselskaber er alene undergivet deres respektive lokale regler.

- 13 Se om et- og to-trinsproceduren nærmere Tue Ravnholt Frandsen, Revision og Regnskabsvæsen, 2006, nr. 4, s. 37.
- 14 Net Working Capital Difference svarer til differencen mellem det forudsatte niveau for Net Working Capital (Normalized Net Working Capital) og niveauet pr. Closing, det vil sige Normalized Net Working Capital – Net Working Capital pr. Closing.

Focus IT a/s

Professionel focus på IT til revisorer...

- forrest med udvikling og levering af professionelle IT-løsninger til Danmarks professionelle revisorer ...i mere end 35 år.

PK Revision har valgt løsningen IT Revisor Professionel

Focus IT har givet os et system, der effektiviserer hverdagen og understøtter vores arbejdsgang på revisionskontoret.

- Vi ser det som en fordel, at systemet er fremtidssikret og at det altid overholder krav og standarder på markedet
- Det har været nemt at komme i gang og ellers kan vi altid ringe til Focus ITs hotline for hjælp og rådgivning



Rugårdsvej 46C
5000 Odense C.
Tlf: 6548 7300
www.pkrevision.dk



Statsautoriseret revisor Palle Knudsen

Statsautoriseret revisionsanpartselskab PK Revision blev stiftet i 2008. Virksomheden beskæftiger 17 medarbejdere og har med sloganet 'Rådgivning i øjenhøjde' til formål at levere revisoropgaver til små og mellemstore virksomheder i Danmark, som har brug for en revisor, der er i stand til at sætte sig i kundens sted og forstå kundens behov for revisorydelser.

www.focus-it.dk • info@focus-it.dk • Hundtofte 14 • 5771 Stenstrup • Telefon 6221 5353