



AALBORG
UNIVERSITET

MAC-klausulers anvendelse i M&A transaktioner
The use of MAC clauses in Mergers & Acquisitions

Kandidatafhandling

Aalborg Universitet
Cand.merc.(jur.)

Forfatter:

Katrine Yousif (20203721)

Vejleder:

Gitte Søgaard

Afleveringsdato:

04. december 2024

Antal anslag: 143.996

Abstract

During the period between *signing* and *closing* the target company of an M&A transaction might experience *material adverse changes* that create extreme vulnerability due to the closing not occurring simultaneously with signing. In such cases, MAC clauses can be utilized to allocate risks that may arise during this period. This thesis serves to examine whether the usage of a MAC clause would aid in optimizing both parties' risk allocation during an event where the target company's value has decreased between *signing* and *closing*. In addition, this thesis examines the legal and economic consequences, as well as the legal position of the parties when using MAC clauses.

The legal analysis provides the thesis with a valuable assessment of how applicable laws regulate the legal position of the involved parties when a subsequent circumstance leads to an adverse impact on the target company. The completed analysis show that the applicable laws do not provide a right to terminate the agreement. As a result, the parties can implement a MAC clause, which is a contractual provision that also allocates the risk between parties. A MAC clause does not allow the buyer to close the transaction if the target company suffers a *material adverse change*. It is typically imprecise and vaguely formulated, which leaves it up to the court for interpretation. In interpreting the clause, the buyer has to meet a high materiality threshold before they can withdraw from the agreement. Both parties can secure their legal position by defining *material adverse change*.

The economic analysis of the thesis from a legal economic perspective evaluates which distribution of risk is most effective between the buyer and seller. The distribution is based on the exogenous and endogenous risks that must be distributed. The agreed allocation of risk creates incentives which are of decisive importance if the target company is subjected to a *material adverse change*. Risk allocation is most effective when both the endogenous and the exogenous risks are allocated to the seller, whereby the buyer is also allocated the general exogenous risks. To reduce costs in M&A transactions, it is most effective to leave the agreement incomplete and save on the ex-ante costs although that could lead to higher ex post costs.

In conclusion, the legal position of the parties is improved by implementing a MAC clause rather than utilizing the sales law and contract law. When implementing a MAC clause, the parties should define *material adverse change* using tools such as financial and non-financial terms to increase the agreement's effectiveness.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
Kapitel 1: Rammerne for afhandlingen	4
1.1 Introduktion	4
1.2 Problemformulering	5
1.3 Metode og teori	5
1.3.1 Juridiske metode og retskilder	5
1.3.2 Økonomiske metoder og teorier i et retsøkonomisk perspektiv	7
1.4 Afgrænsning	9
1.5 Afhandlingens opbygning	10
1.6 Forkortelses- og begrebsliste	12
Kapitel 2: Introduktion	13
2.1 Definitionen af Material adverse change	13
2.2 Den mellemliggende periode	14
2.2.1 Interessekonflikter	14
2.2.2 Ex post	15
2.3 MAC-klausulens anvendelse	16
Kapitel 3: Baggrundsretten	17
3.1: Indledning	17
3.2: Aftalegrundlag og begrænsninger i aftalefrihed	17
3.2.1: Aftalers funktion	17
3.2.2: Begrænsninger i aftalefriheden	18
3.3: Købeloven	19
3.3.1: Mangelbedømmelsen og misligholdelsesbeføjelser	20
3.3.2: Loyalitetsforpligtelsen	26
3.3.3: Underretningsforpligtelsen	26
3.3.4: Samarbejdsforpligtelsen	28
3.3.5: Lempelsesregler i kontraktforhold	29
3.3.5.1: Aftalelovens § 36	30
3.3.5.2: Forudsætningslæren	32
3.4 Sammenfatning	34
Kapitel 4: MAC-klausulens retsvirkning	35
4.1 Indledning	35
4.2 Form og indhold	36
4.3 Fortolkning og udfyldning	37
4.3.1 Objektiv og subjektiv fortolkningsmetode	39
4.3.1.1 AD 1: Objektiv analyse af material adverse change	41
4.3.1.2 AD 2: Klausulens udløsning	44
4.4 Udenlandsk retspraksis	46
4.4.1 WPP Group Plc v. Tempus Group Plc. (2001)	47
4.4.2 IBP Inc v. Tyson Foods Inc. (2001)	48

4.4.3 Sammenfatning af dommene	48
4.5 Juridisk delkonklusion	49
Kapitel 5 Økonomisk analyse i et retsøkonomisk perspektiv	51
Del 1:	51
5.1: Indledning	51
5.2: Inkomplette kontrakter	52
5.3: Transaktionsomkostninger	53
5.4: Sammenfatning	54
Del 2:	55
5.1 Principal-agent-teori	55
5.2.1 Moral hazard	56
5.2.2 Transaktionsomkostninger	56
5.3 Parternes risikoprofil	56
5.3.1 Købers risikoprofil	57
5.3.2 Sælgers risikoprofil	58
5.4 Effektivitet for risikoallokering mellem parterne	58
5.5 MAC-klausulens risikoallokering	60
5.5.1 Risikoallokering af endogene risici	60
5.5.2 Risikoallokering af eksogene risici	61
5.5.3 Andre betragtninger	61
5.6 Genforhandling	62
5.7 Target's flere bundlinjer	63
5.8 Sammenfatning	64
5.9 Økonomisk delkonklusion	65
Kapitel 6: Konklusion	65
Kapitel 7: Litteraturliste	68
Juridisk litteratur	68
Artikler	70
Lovgivning	71
Retspraksis	72
Danske domme	72
Udenlandske domme	72

Kapitel 1: Rammerne for afhandlingen

1.1 Introduktion

Virksomhedsoverdragelser karakteriseres ved at være højriskotransaktioner grundet kompleksitet.¹ Der opstår oftest en tidsforskydning mellem kontraktindgåelsen (herefter signing) og overtagelsesdatoen (herefter closing). I forbindelse med virksomhedsoverdragelser følger mange risici, som bør være afklaret forinden, virksomheden opkøbes.² Processen for en virksomhedsoverdragelse starter med, at køberen og sælgeren (herefter parterne) underskriver aftaledokumentet, og den afsluttes derefter ved sælgers overdragelse af målvirksomheden (herefter target) samtidig med købers overførsel af købesummen.³ I den mellemliggende periode mellem signing og closing kan der opstå efterfølgende omstændigheder både på et globalt og lokalt plan, som kan påføre transaktionen forudsving og en eventuel værdiforringelse.⁴ Disse kaldes eksogene forhold, som er ude af parternes kontrol, da der generelt er tale om makroøkonomiske forhold.⁵ Ydermere kan der opstå en interessekonflikt mellem parterne, som kan forårsage at target udsættes for en værdiforringelse grundet endogene forhold. Dette skyldes, at køberen erhverver den kommercielle risiko ved signing, hvor det juridiske ejerskab af target og de økonomiske fordele først overdrages på closing dagen.⁶ Det er umuligt at koncipere sig ud af efterfølgende omstændighed, som værdiforringelser target, da det er umuligt at forudsige fremtidige forhold.⁷ Parterne kan anvende en *material adverse change*-klausul (herefter MAC-klausul) til at allokere risikoen og usikkerheden for en efterfølgende omstændighed. Når en MAC-klausul indskrives i aftalen, betinges transaktionen af, at der ikke indtræder *material adverse change*, altså en *væsentlig negativ ændring* på target.⁸ Danske domstole har endnu ikke behandlet en retssag, hvor MAC-klausuler har været genstand for vurderingen samt eksisterer der ikke en klar definition eller lovgivning, som afdækker definitionen af *material adverse change*. Der rejser spørgsmål til, hvornår klausulen bør anvendes, hvilket parterne indbyrdes skal aftale. Dette fører til, at der sjældent udformes enslydende MAC-klausuler, da indhold og anvendelsesområde varierer baseret på de specifikke omstændigheder og brancheforhold.⁹ På

¹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 249

² Ibid.

³ Ibid. s. 46

⁴ Ibid. s. 44

⁵ Gilson og Schwartz, 2004, s. 12

⁶ Hansen og Lundgren, 2019, s. 249

⁷ Gilson og Schwartz, 2004, s. 333

⁸ Hansen og Lundgren, 2019, s. 219

⁹ Ibid. s. 496

nuværende tidspunkt er de juridiske konsekvenser uklar når en MAC-klausul indskrives i overdragelsesaftalen.

1.2 Problemformulering

- 1) *Hvorledes regulerer køberetten og aftaleretten parternes retsstilling ved efterfølgende omstændigheder, som værdiforringer målvirkomheden mellem aftalens indgåelse og den endelig overdragelse?*
- 2) *Hvilken betydning har anvendelsen af en MAC-klausul for parternes retsstilling?*
- 3) *Hvilken risikoallokering af de endogene og eksogene risici resulterer i en incitamentsforenelig aftale mellem parterne ved anvendelsen af MAC-klausulen?*

1.3 Metode og teori

I det følgende afsnit præsenteres de teorier, metoder og retskilder, som vil blive anvendt i både den juridiske og den retsøkonomiske analyse. De økonomiske teorier anvendes i et retsøkonomisk perspektiv.

1.3.1 Juridiske metode og retskilder

Ved den juridiske analyse anvendes den retsdogmatiske metode for, at udlede gældende ret, de lege lata.¹⁰ Metoden kategoriseres for at være positivistisk og udleder gældende ret ved en analyse af retskilderne i modsætning til de lege ferenda, som udleder, hvad gældende ret *bør* være.¹¹ Dermed vil der udføres en systematisk gennemgang af regulering, retspraksis og retskilder, hvor formålet er at foretage en lignende gennemgang, som forventes ved en domsretlig afgørelse.¹² De anvendte retskilder udgør afhandlingens *baggrundsret* og inddrages for at udlede gældende ret.

Alle relevante retskilder vil blive inddraget med henblik på, at disse analyseres for at udlede gældende ret i forbindelse med de efterfølgende omstændigheder og MAC-klausulers anvendelse ved virksomhedsoverdragelser. Ved anvendelsen af den retsdogmatiske metode anvendes retskilderne efter følgende rangorden: 1) regulering, 2) retspraksis, 3) retssædvaner, 4) forholdets natur.¹³ De fire retskilder anvendes i det omfang, det findes relevant til besvarelsen af problemstillingen. Der eksisterer imidlertid ikke en fast rangorden mellem de nævnte retskilder, og de besidder derfor samme

¹⁰ Munk-Hansen, 2014, s. 204

¹¹ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 381-382

¹² Ross, 1966, s. 90

¹³ Ibid. s. 121 ff.

retskildeværdi.¹⁴ Dog følger en undtagelse for retskilden *regulering* i forbindelse med *lex superior*-princippet, hvor visse love har forrang frem for andre.¹⁵ Den metodiske anvendelse af den retsdogmatiske metode sikrer, at analysen fører til samme udfald, desuagtet personen som udfører analysen, hvorfor det mere afhænger af den anvendte retskilde.¹⁶

Virksomhedsoverdragelser reguleres som et obligationsretligt køb,¹⁷ hvor det primært reguleres efter aftaleloven (herefter AFTL),¹⁸ hvis andet ikke er aftalt mellem parterne. Udgangspunktet er, at parterne har aftalefrihed, hvorfor indholdet og udformningen af aftalen bør tage hensyn til parternes interesser, jf. AFTL § 1.¹⁹ Aftalefriheden giver parterne mulighed for at anvende udenlandsk lov, men ved den juridiske analyse i afhandlingen tages der udgangspunkt i dansk lovgivning. Den indgåede aftale fastsætter parternes retstilling, som derefter suppleres med dansk ret.²⁰ En tilsendt MAC-klausul inddrages med henblik på at udlede, hvilken retsstilling denne medfører. Overdragelsesaftalen er parternes væsentligste kilde, fordi den regulerer deres individuelle retsstilling. Overdragelsesaftalen har således samme funktion og virkning som en retskilde for parterne, dog udgør aftalen ikke en juridisk retskilde.²¹

Ydermere vil Købeloven (herefter KBL) anvendes med henblik på at vurdere, hvorvidt den efterfølgende omstændighed i køberetlig forstand anses for en mangel.²² Udgangspunktet er, at KBL finder anvendelse på alle køb undtaget køb af fast ejendom og forudsat, at parterne ikke har aftalt andet, jf. KBL § 1 a.²³ Target behandles efter en ”enhedsbetragtning”, hvilket vil sige, at de samlede aktiver og passiver udgør overdragelsesgenstanden.²⁴ Købers påberåbelse af misligholdelsesbeføjelserne vil således tage udgangspunkt i ”enhedsbetragtningen” af target. Såfremt der opstår en konflikt mellem parterne, er udgangspunktet at fortolke den indgåede aftale og

¹⁴ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 33-34

¹⁵ Ibid. s. 33

¹⁶ Ibid. s. 30

¹⁷ Hansen og Lundgren, 2019, s. 29

¹⁸ Bekendtgørelse af lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område (aftaleloven), jf. LKB nr. 193 af 02/03/2016 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

¹⁹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 31

²⁰ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 171

²¹ Ibid. s. 172

²² Bekendtgørelse af lov om køb (købeloven), jf. LKB nr. 1853 af 24/09/2021 med de ændringer, der følger af §1 i lov nr. 1173 af 8. juni 2021

²³ KBL § 1 a, stk. 2-4 afgrænser sig yderligere.

²⁴ Hansen & Lundgren, 2019, s. 274

kontraktgrundlaget.²⁵ Herefter fortolkes kontraktens ordlyd, hvor parternes subjektive forståelse ved kontraktindgåelse er afgørende og har forrang forud for ordlyden af aftalen.²⁶ Ved tilfælde af at kontraktgrundlaget er mangelfuldt, forinden det er muligt at løse konflikten mellem parterne, kan andre relevante retskilder anvendes.²⁷ Man kan anvende de obligationsretlige grundsætninger, KBL's mangel- og misligholdelsesbestemmelser samt retspraksis.²⁸ MAC-klausuler er stadig et relativt nyt værktøj i Danmark, hvorfor retspraksis er væsentligt begrænset, hvilket resulterer i manglende forståelse og fortolkning af klausulens ordlyd. Som følge heraf inddrages udenlandsk retspraksis som fortolkningsbidrag. De anvendte domme er henholdsvis: IBP Inc. v. Tyson Foods Inc.²⁹ og WPP Group PLC v. Tempus PLC.³⁰ Disse anvendes kun analogt i den juridiske analyse med det formål at illustrere fortolkningen af MAC-klausuler i henholdsvis England og USA. Analysen af de inddragede domme har ingen præjudikatværdi for danske domstole³¹ og anvendes kun til at analysere, hvornår der indtræder en udløsning af MAC-klausul retsvirkning. De afsagte dommes præmisser er særligt interessante at inddrage i analysen med fokus på, hvilke elementer danske domstole bør tillægge vægt ved fortolkningen af en MAC-klausul.

1.3.2 Økonomiske metoder og teorier i et retsøkonomisk perspektiv

I afhandlingens økonomiske analyse anvendes den ny-institutionelle teori, som bygger videre på den klassiske institutionelle økonomi.³² Teorien anvendes for at tydeliggøre de udfordringer, som kan opstå mellem parterne ved en værdiforringelse af target mellem signing og closing. Dette skyldes, at teorien gengiver virkelighedens faktiske problemstilling, da antagelsen er, at parterne er 1) begrænset rationelle, 2) handler opportunistisk og 3) at der er opstået asymmetrisk information mellem parterne.³³ Asymmetrisk information forekommer, når den ene part ved mere om target end modparten.³⁴ I forhold til virksomhedsoverdragelser opstår der en skævvridning ved besiddelse af information vedrørende target mellem parterne. Ved den økonomiske analyse vil analysen undersøge, hvilken risikoallokering føre til den mest incitamentsforenelig aftale herunder den mest effektive

²⁵ Lego Andersen, 2014, s. 2-3

²⁶ Ibid.

²⁷ Ibid.

²⁸ Lego Andersen, 2014, s. 6

²⁹ Court of Chancery of the State of Delaware, C.A. IBP Inc. v. Tyson Foods Inc. 2001, af 15. Juni 2001. Atlantic Reporter citation: 18373 A. 2d 789 (2001)

³⁰ The Takeover Panel 2001/15, WPP Group PLC v. Tempus PLC

³¹ Nielsen og Tvarnø, 2017, s. 259

³² North, 2004, s. 2-3

³³ Williamson, 1985, s. 45

³⁴ Ibid. s. 47-52

allokering af omkostninger. Antagelserne om, at parterne er begrænset rationelle, handler opportunistisk samt at der er opstået asymmetrisk information mellem dem, gør sig gældende for teorierne om inkomplette kontrakter, transaktionsomkostningen og principal-agent-teorien, som alle er anvendt i afhandlingen.³⁵

Teorien om inkomplette kontrakter danner grundlaget for afhandlingens retsøkonomiske analyse. Teorien er tæt knyttet til den økonomiske kontraktteori, som relaterer sig til den klassiske institutionelle økonomi.³⁶ I teorien om inkomplette kontrakter er det usandsynligt, at parterne kan forudsige alle forhold, hvorfor kontrakten betragtes for inkomplet,³⁷ hvilket resulterer i, at overdragelsesaftaler oftest formuleres bredt.³⁸

I den videre analyse inddrages teorien om transaktionsomkostninger. Dette skyldes, at teorien belyser, hvordan omkostningerne ved en virksomhedsoverdragelse kan påvirke parternes incitament og allokering af risiko.³⁹ Teorien realiserer omkostningerne i en virksomhedsoverdragelse, hvor afhandlingen både inddrager *ex ante* omkostninger, som omfatter advokatsalær i forbindelse med udformningen og tilpasningen af overdragelsesktrakten, samt forhandlingsomkostninger, hvor *ex post* omkostninger udgør forsikring af kontraktopfyldelse samt sanktionering ved utilstrækkelig opfyldelse af overdragelsesaftalen (herefter konfliktomkostninger).⁴⁰ Teorien anvendes med henblik på at analysere hvilken omkostningsfordeling, der maksimerer parternes incitamenter, som også skal resultere i en effektiv risikoallokering ved anvendelsen af en MAC-klausul.

Principal-agent-teorien (herefter PA-teorien) bygger på både et kontraktforhold og et over- underordningsforhold mellem principalen og agenten.⁴¹ Agenten handler på vegne af principalen med forventning om at modtage en modydelse.⁴² Ved anvendelsen af teorien vil overdragelsesaftalen udgøre transaktionen mellem principalen og agenten.⁴³ Teorien anvendes til at analysere den problemstilling, der opstår ved asymmetrisk information, og hvordan den påvirker parternes

³⁵ Knudsen, 1997, s. 213 og 168

³⁶ Ibid. s. 215

³⁷ Ibid. s. 232

³⁸ Ibid. s. 232

³⁹ Ibid. s. 232

⁴⁰ Williamson, 1985, S. 388

⁴¹ Knudsen, 1997, s. 164 og 171

⁴² Ibid. s. 164

⁴³ Ibid. s. 160 og 158

beslutningstagen.⁴⁴ Hensigten er at koncipere en kontrakt, som danner incitamentsforenelighed mellem principalen og agenten således, vil handle i overensstemmelse med principalens retningslinjer.⁴⁵ Ydermere anvendes teorien til at udlede, om man ved anvendelsen af en MAC-klausul, som skaber incitamentsforenelighed, kan afhjælpe moral hazard problematikken.⁴⁶

Afhandlingen antager, at der foreligger asymmetrisk information mellem parterne vedrørende target, hvor de forsøger at opnå en fordel ved benyttelsen af deres opportunistiske adfærd.⁴⁷ Derudover antager afhandlingen, at parterne er begrænset rationelle, hvorfor de ikke kan forudse alle forhold.

1.4 Afgrænsning

Afhandlingen afgrænser sig fra en række forhold, som ikke er inddraget i opgaven. Forholdene, som ikke medtages, kunne have været relevante til besvarelsen af afhandlingens problemformulering, hvorfor resultatet kunne have været anderledes.⁴⁸

Der afgrænses til aktieoverdragelser og ikke substansoverdragelser, hvorfor der afgrænses fra virksomhedsoverdragelsesloven, da den udelukkende finder anvendelse på overdragelser af enten en hel virksomhed eller en del heraf, jf. virksomhedsoverdragelseslovens § 1.⁴⁹

En aktieoverdragelse er lettere foretaget, fordi det er salg af kapitalandele, hvor target's samlede aktiver og passiver overdrages.⁵⁰ Ydermere afgrænses der fra moms- og skatteretlige forhold ved aktieoverdragelser.

Der foretages en dybdegående analyse af MAC-klausulers anvendelse i Danmark, hvorfor der afgrænses fra udenlandsk regelsæt undtaget CISG, som er anvendt til at fastslå definitionen af udtrykket "reasonable person" ved anvendelsen af den objektive fortolkningsmetode. I afhandlingen anvendes CISG art. 8 kun som fortolkningsbidrag. CISG finder ikke anvendelse på køb af aktier, jf. CISG art. 2. Ydermere afgrænses der fra grænseoverskridende transaktioner, og der fokuseres kun på

⁴⁴ Knudsen, 1997, s. 164

⁴⁵ Ibid. s. 165

⁴⁶ Ibid. s. 165

⁴⁷ Ibid. s. 213 og 168

⁴⁸ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 461

⁴⁹ Bekendtgørelse af lov om lønmodtageres retsstilling ved virksomhedsoverdragelse (virksomhedsoverdragelsesloven), jf. LBK nr. 710 af 20/08/2002, med de ændringer, der følger af lov nr. 441 af 7. juni 2001.

⁵⁰ Hansen og Lundgren, 2019, s. 69

rene danske forhold. Udenlandsk retspraksis anvendes udelukkende kun som fortolkningsbidrag til, hvad danske domstole kan fokusere på ved MAC-klausulens fortolkning. Afhandlingen søger at løse problemstillingen om ex post omstændigheder, hvorfor der afgrænses fra tilpasningsmekanismer, såsom forsikringer. Det findes naturligt, at en part ønsker at forsikre sig, når det angår højrisikotransaktioner, som virksomhedsoverdragelser og vil anvende W&I-forsikringer. Dog vil det høre ind under forsikringsmæssig konfliktforebyggelse af kontrakter, hvilket falder uden for afhandlingens problemfelt. Ydermere afgrænses der fra reglerne om voldgift, selvom reglerne kunne være benyttet til konflikthåndtering og konfliktløsning.⁵¹

Det antages, at transaktionen foregår mellem juridiske personer. Det indebærer, at target sælges og købes af juridiske personer, hvor parterne antages at være risikoneutrale.

I et garantikatalog kan begrebet *material adverse change* være angivet som en kvalifikation af target tilstand. *Material adverse change* vil ikke blive behandlet som en garanti, men snarere som en betingelse forinden closing kan finde sted.

Der afgrænses fra anvendelsen af den neoklassiske teori, da teorien bygger på, at parterne er perfekt rationelle, samt at der ikke vil være nogle transaktionsomkostninger i forbindelse med udarbejdelse af overdragelsesaftalen. Forudsætningen for parterne er, at de er begrænset rationelle, da de ikke er i stand til at koncipere en overdragelsesaftale, som afdækker alle forudsigelige forhold.

Der afgrænses fra de forhold eller problemstillinger, der er opstået inden signing.

Afslutningsvist vil gyldighedsreglen ikke blive behandlet, da det antages, at aftalen mellem parterne er gyldig. Ydermere afgrænses der fra andet indhold end det nævnte omkring investeringsteorien.⁵²

1.5 Afhandlingens opbygning

Kapitel 1 skal fungere som en indledning til afhandlingens problemformulering. Der vil blive skabt et overblik over de anvendte metoder og teorier, herunder de nævnte forhold, som afhandlingen afgrænses fra. Ydermere redegøres der for den juridiske metode og retskilder. Afslutningsvist nævnes

⁵¹ Ibid. s. 291

⁵² Gilson og Schwart, 2004, "Investment theory"

de økonomiske teorier, som er anvendt i et retsøkonomiske perspektiv. Ovenstående danner fundamentet for afhandlingen.

Kapitel 2 indeholder en redegørelse af MAC-klausuler indhold samt anvendelsesområde. Ydermere undersøges MAC-klausulens retsvirkning ved virksomhedsoverdragelser. Denne redegørelse vil danne grundlag for afhandlingens analytiske kapitler.

Kapitel 3 indledes med en analyse af, hvad der udgør afhandlingens baggrundsret samt parternes retsstilling ved en værdiforringelse af target ved anvendelse af KBL, AFTL og obligationsretten. Dette kapitel udgør den første del af den juridiske analyse.

Kapitel 4 indeholder en analyse af parternes retsstilling ved at indskrive en MAC-klausul i overdragelsesaftalen. Hertil inddrages et eksempel på en MAC-klausul der anvendes i praksis, som er tilsendt fra et større advokatkontor. Ydermere inddrages udenlandsk retspraksis som fortolkningsbidrag til hvad danske domstolen kan tillægge vægt ved fortolkningen af MAC-klausulen. Kapitel 3 og 4 udgør afhandlingens samlede juridiske analyse.

Kapitel 5 er delt op i to dele.

Del 1: Udgør en retsøkonomisk analyse foretaget på baggrund af de anvendte økonomiske teorier.

Del 2: Den anden del udgør en analyse af PA-teorien. Analysen vil udlede, hvilken risikoallokering skaber mest incitamentsforenelighed mellem parterne og kan afhjælpe moral hazard problematikker. I denne analyse anvendes transaktionsomkostningsteorien til at undersøge parternes effektive risikoallokering, og hvordan fordelingen kan påvirke afholdelsen af omkostninger ex ante og ex post. Ydermere undersøges parternes incitament til genforhandling af target's købesum ved en værdiforringelse, som enten skyldes en endogen eller eksogen omstændighed. Afslutningsvis er der undersøgt, om target bør værdiansættes efter flere bundlinjer end de traditionelle bundlinjer, som tager udgangspunkt i de finansielle resultater. Del 1 og 2 udgør den samlede retsøkonomiske analyse ved anvendelse af økonomiske teorier.

Kapitel 6 indeholder afhandlingens besvarelse på problemstillingen. Den samlede konklusion er baseret på kapitlernes delkonklusioner.

1.6 Forkortelses- og begrebsliste

M&A overdragelser: Virksomhedsoverdragelser og fusioner

Signing: Overdragelsesaftalen underskrives

Closing: Målvirksomheden overdrages

Target: Målvirksomheden

MAC: Material Adverse Change / væsentlig negativ ændring

AFTL: Aftaleloven

KBL: Købeloven

Ex ante: Forinden overdragelsesaftalen underskrives

Ex post: Perioden hvor aftalen er gyldig mellem parterne, og indtil kontrakten ophør

DD-analyse: Due diligence undersøgelse

De minimis: En beløbsmæssig grænse for hvert af købers enkeltkrav for brud på garantier. Skal opfyldes, før et krav kan gøres gældende over for sælger

Carve-outs: MAC-klausulens anvendelsesområde gøres smallere

PA-teori: Principal-agent-teori

Kapitel 2: Introduktion

Dette kapitel har til formål at introducere MAC-klausuler og deres retsvirkning ved virksomhedsoverdragelser. Redegørelsen vil danne grundlag for afhandlingens analytiske kapitler.

2.1 Definitionen af *Material adverse change*

MAC er forkortelsen af *Material adverse change*, som er et engelsk udtryk.⁵³ Der findes imidlertid ingen tydelig definition af, hvordan forkortelsen af begrebet skal formuleres på dansk. Der ses et sammenfald ved oversættelsen af ordene ”*material*” til ”*væsentlig*”, hvor ordet ”*adverse*” er oversat til ”*negativ*”.⁵⁴ Udfordringen opstår ved ordet ”*Change*” fordi det både kan oversættes til ”*ændring*” og ”*forhold*”.⁵⁵ Afhandlingen anvender begrebet ”*ændring*”, fordi det synes at være den nærmeste oversættelse af ordet. Den dansk oversættelse af *Material adverse change* vil derfor være *væsentlig negativ ændring*.⁵⁶ Denne oversættelse anvendes undervejs i afhandlingen.

Køberen kan ved anvendelsen af MAC-klausulen beskytte sig imod efterfølgende omstændigheder, som resulterer i en værdiforringelse af target mellem signing og closing.⁵⁷ Ved benyttelsen af en MAC-klausul kan man således fordele risikoen af de økonomiske forhold, som værdiforringer target. Klausulen kan således karakteriseres som at være et værktøj. Som følge af aftalefriheden og branchesædvaner kan anvendelsesområdet og formuleringen af en MAC-klausul være vidt forskellig, hvorfor der sjældent findes to enslydende MAC-klausuler.⁵⁸ Nogle klausuler er formuleret og kan anvendes i flere tilfælde, hvilket skyldes den bredere formulering, hvor andre kun kan anvendes under specifikke omstændigheder grundet den snævre formulering.⁵⁹ I forlængelse af det kan parterne selv fastlægge anvendelsesområdet og formuleringen af en MAC-klausul. Ved en mere detaljeret og grundig MAC-klausul vil der, alt andet lige, foreligge en mindre grad af beskyttelse grundet en mere snæver formulering, hvor der ved en bredere formulering vil opstå den problemstilling, at det er svært at begrunde MAC-klausulens anvendelse ved det specifikke tilfælde.⁶⁰ Såfremt der opstår en

⁵³ Hansen og Lundgren, 2019, s. 219

⁵⁴ Frandsen, 2005, s. 123

⁵⁵ Hansen og Lundgren, 2019, s. 219

⁵⁶ Ibid. s. 749

⁵⁷ Ibid. s. 496

⁵⁸ Ibid.

⁵⁹ Ibid.

⁶⁰ Choi & Triantis, 2010, s. 867

omstændighed, som værdiforringer target i perioden mellem signing og closing, der udløser MAC-klausulens retsvirkning kan køberen træde tilbage fra aftalen samt nægte closing.⁶¹

2.2 Den mellemliggende periode

Den mellemliggende periode er den periode, som opstår, fra når parterne har underskrevet overdragelsesaftalen (signing), til target overdrages (closing). I de fleste tilfælde af virksomhedsoverdragelser opstår den mellemliggende periode, uanset om parterne ønsker det, hvilket kan medføre til uforudsigelige risici ved overdragelsen af target.⁶² Forinden target kan overdrages, vil overdragelsesaftalen være betinget af en række forhold, som skal være opfyldt, før overdragelsesaftalen kan underskrives og target kan overdrages. Disse kriterier kan være at få godkendelse fra offentlige myndigheder, anskaffe finansiering samt indhente samtykke.⁶³ Såfremt kriterierne er opfyldt, kan parterne underskrive overdragelsesaftalen. I den forbindelse kan det være en fordel for parterne at indskrive en MAC-klausul i overdragelsesaftalen, som giver køberen muligheden for at træde tilbage fra aftalen, hvis specifikke forudbestemte omstændigheder indtræder, og udsætter target for en værdiforringelse. Disse forudbestemte begivenheder kaldes i juridisk litteratur, *material adverse effects*, hvilket behandles i afhandlingens kap. 4. Baseret på ovenstående opstår der to problemstillinger, som kan værdiforringe target, henholdsvis en interessekonflikt mellem parterne, og muligheden for at en uforudset efterfølgende omstændighed kan opstå, som ikke kan tilskrives en af parterne. Den følgende analyse undersøger de to ovennævnte problemstillinger nærmere.

2.2.1 Interessekonflikter

Når man indgår en aftale, kan parterne have modstridende interesser, hvilket resulterer i en interessekonflikt.⁶⁴ Dette skyldes, at forinden aftalen er underskrevet, er sælgeren ejer af target og har dermed stadig en interesse i at maksimere ydeevnen og target's fulde potentiale.⁶⁵ Forskydningen i parternes roller opstår, når overdragelsesaftalen er underskrevet, da sælgeren går fra at være ejer til sælger af target.⁶⁶ Selvom sælger stadig er ejer af target mellem signing og closing, er det sælgers ambition at indgå den bedste handel, som også er til partens interesse.⁶⁷

⁶¹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 506

⁶² Gilson og Schwartz, 2004, s.333

⁶³ Hansen og Lundgren, 2019, s. 201

⁶⁴ Ibid. s. 46

⁶⁵ Reuvid, 2007, s. 127-129.

⁶⁶ Ibid.

⁶⁷ Ibid.

Køberen vil forlange mest mulig indflydelse og kontrol over target eftersom køberen bliver den nye ejer ved closing. Sælgeren vil højst sandsynligt ikke afgive meget kontrol af target, indtil handlen er gennemført, og target er overdraget. Ved tilfælde af en værdiforringelse af target, som skyldes parternes uenighed, vil en incitamentsforenelig aftale mellem parterne være essentiel, da et ejerforhold medfølger et ansvar for en mulig værdiforringelse.⁶⁸ Baseret på ovenstående undersøges der, hvorvidt anvendelsen af en MAC-klausul kan udligne interessekonflikten mellem parterne ved at koncipere en incitamentsforenelig overdragelsesaftale.

2.2.2 Ex post

Ved benyttelsen af en MAC-klausul lægges der op til, at der efter indgåelsen af overdragelsesaftalen er indtrådt en omstændighed, som værdiforringer target.⁶⁹ Ved anvendelsen af den retsøkonomisk terminologi opdeles de efterfølgende omstændigheder i to faser henholdsvis: ex ante og ex post.⁷⁰ Ex ante definerer perioden forinden, overdragelsesaftalen underskrives, i modsætning til ex post, som definerer perioden, hvor aftalen er gyldig mellem parterne og indtil kontraktens ophør.⁷¹ I afhandlingen anvendes terminologien således, at ex ante står for fasen inden signing, hvorimod ex post vil omfatte fasen efter signing.⁷² Dette skyldes, at den efterfølgende omstændighed således indtræder efter signing, og før kontrakten er indfriet. Den efterfølgende omstændighed, som indtræder, må ikke med rimelighed kunne forudsiges ved indgåelsen af kontrakten.⁷³ MAC-klausuler tager dermed hensyn til de omstændigheder, som værdiforringer target der er opstået mellem signing og closing.⁷⁴ MAC-klausuler kan anvendes, som et værktøj til at allokere risikoen mellem parterne ved tilfælde af efterfølgende omstændigheder, således at sælgeren pålægges de endogene risici og køberen de eksogene risici.⁷⁵ Det findes relevant at analysere de efterfølgende omstændigheder, som indtræder mellem signing og closing, og som værdiforringer target.⁷⁶

2.2.2.1 Endogene omstændigheder

De endogene omstændigheder dækker de forhold, som opstår internt i virksomheden.⁷⁷ De kan være forbundet med virksomhedens drift, struktur eller specifikke forhold. Det kan f.eks. være sælgers

⁶⁸ Reuvid, 2007, s. 127-129.

⁶⁹ Stoltze og Svernlöv, 2005, s. 55

⁷⁰ Fried, 2015, s. 125-131.

⁷¹ Madsen og Østergaard, 2019, s. 2

⁷² Stoltze og Svernlöv, 2005, s. 55

⁷³ Ibid.

⁷⁴ Gilson og Schwartz, 2004, s. 345-346

⁷⁵ Ibid.

⁷⁶ Madsen og Østergaard, 2019, s. 2

⁷⁷ Danielsson og Shin, 2002, s. 1 og 5-8

manglende handling eller forsømmelse, som kan værdiforringe target.⁷⁸ En nøglemedarbejders opsigelse eller ændrede aftaler/udskiftning af leverandører vil muligvis medføre en forringelse i værdikæden, hvorfor dette også kan påvirke overdragelsesaftalen.⁷⁹ Den efterfølgende omstændighed, som opstår må ikke med rimelighed kunne forudsiges ved indgåelsen af kontrakten.⁸⁰

2.2.2.2 Eksogene omstændigheder

De eksogene risici skyldes ikke parternes forsømmelse eller manglende handling, men tværtimod omstændigheder, som er udefrakommende.⁸¹ Disse eksogene risici kan heller ikke pålægges en af parterne, selvom der foreligger en værdiforringelse af target.⁸² Det skyldes, at de er forbundet med makroøkonomiske ændringer og samfundsmæssige forhold, herunder krig og lovændringer.⁸³ Omstændighederne kan sammenlignes med at have samme retsvirkning som force majeure-omstændigheder. Disse force majeure-omstændigheder kan både være inkluderet eller ekskluderet fra MAC-klausulens anvendelsesområde grundet parternes aftalefrihed.

2.3 MAC-klausulens anvendelse

Ved en virksomhedsoverdragelse kan aftalen være betinget af en række forhold, som skal opfyldes, før target kan overdrages til køber.⁸⁴ I forlængelse heraf vil en MAC-klausul virke som en betingelse, da der ikke må opstå en værdiforringelse på target som følge af en *væsentlig negativ ændring*, der opstår mellem signing og closing.⁸⁵ Parterne har en interesse til at allokere risikoen af efterfølgende omstændigheder mellem signing og closing, hvilket kan gøres ved anvendelsen af en MAC-klausul. Herunder vil anvendelsen af klausulen søge at afdække de tilfælde, som ikke indgik i reguleringen af købesummen, samt forhold, der ikke havde vist sig ved den indledende due diligence undersøgelse (herefter DD-analyse).⁸⁶

⁷⁸ Danielsson og Shin, 2002, s. 1 og 5-8

⁷⁹ Ibid.

⁸⁰ Stoltze og Svernlöv, 2005, s. 55

⁸¹ Gilson og Schwartz, 2004, s. 12

⁸² Ibid.

⁸³ Ibid.

⁸⁴ Hansen og Lundgren, 2014, s. 219

⁸⁵ Ibid.

⁸⁶ Den indledende DD-analyse foretages ofte inden signing.

Kapitel 3: Baggrundsretten

3.1: Indledning

Den juridiske analyse undersøger, hvorledes parternes retsstilling er uden anvendelsen af en MAC-klausul, samt hvorvidt køberen kan træde tilbage fra overdragelsesaftalen.

Analysen vil undersøge, hvorvidt baggrundsretten tilstrækkeligt regulerer forholdet mellem parterne, således at parterne ikke behøver at anvende en MAC-klausul ved virksomhedsoverdragelser. Uden anvendelsen af en MAC-klausul vil kontrakten ikke indeholde nødvendige informationer, som skal benyttes til løsning af de juridiske tvister, der opstår mellem parterne. I forbindelse heraf vil der for de tilfælde, som ikke kan løses ved brugen af kontraktgrundlaget, suppleres med gældende ret, de lege lata, og lex causae ved inddragelse af relevante retskilder. De anvendte retskilder, som udgør baggrundsretten for afhandlingen, omfatter ugyldighedslæren, KBL, de obligationsretlige grundsætninger, lempelsesreglerne, forudsætningslæren og AFTL, herunder særligt AFTL § 36.

Afhandlingens kapitel 3 er struktureret således, at der først vil foreligge en kort introduktion til, hvad kontrakter er, og hvilke aftalebegrænsninger der kan være på trods af aftalefriheden. Herunder vil analysen fokusere på anvendelsen af købeloven ved virksomhedsoverdragelser samt om den efterfølgende omstændighed mellem signing og closing vil blive anset som en mangel i køberetlig forstand, fordi køberen dermed får muligheden for at påberåbe sig misligholdelsesbeføjelserne. Ydermere vil de obligationsretlige grundsætninger, særligt loyalitetsforpligtelsen og delforpligtelser, blive analyseret. Afslutningsvist undersøges, hvorvidt køberen har mulighed for at træde tilbage fra kontrakten ved anvendelsen af AFTL § 36 eller i tilfælde af, at der indtræder bristende forudsætninger.

3.2: Aftalegrundlag og begrænsninger i aftalefrihed

3.2.1: Aftalers funktion

En kontrakt fungerer som en bindende aftale mellem to eller flere parter, jf. AFTL § 1. Kontrakten vil indeholde specifikke betingelser, som parterne har accepteret ved at underskrive kontrakten. En kontraktklausul er kun bindende, såfremt klausulen er vedtaget af parterne og er gyldig.⁸⁷ Ved fortolkningstvivl henvises der til to andre regelsæt om vedtagelse og ugyldighed, således at afgørelsen

⁸⁷ Gomard, Pedersen og Ørgaard, 2015, s. 243

baserer sig på flere parallelle begrundelser.⁸⁸ En klausul, som ikke er den ene part bekendt eller er blevet fremhævet for ham, er ikke bundet heraf, såfremt klausulen er usædvanlig og stiller parten væsentlig ringere, end han ville have være stillet, hvis klausulen ikke var indskrevet i kontrakten.⁸⁹ Kontrakten kan sidestilles med et løfte, som håndhæves af loven. Parterne fastsætter rammerne for aftalen ved at beskrive og regulere de specifikke krav, der pålægges hver part. Ifølge dansk ret skal aftaler overholdes, og hver part skal opfylde egne forpligtelser, jf. DL 5-1-1 og DL 5-1-2. Dette er kun muligt at håndhæve, hvis det danske retssystem anvender kontrolinstanser eller lignende til at sikre overholdelsen af de danske grundlæggende principper vedrørende aftaleindgåelse.⁹⁰ I tilfælde af, at en part ikke opfylder de aftalte forpligtelser, vil der være tale om misligholdelse, hvilket giver den anden part ret til at påberåbe sig de almindelige misligholdelsesbeføjelser. Dette fører til, at begge parter har et incitament til at opfylde kontraktens forpligtelser, så dette undgås.

3.2.2: Begrænsninger i aftalefriheden

Det grundlæggende princip for dansk aftaleret er, at der er aftalefrihed, hvilket alligevel kan begrænses.⁹¹ De oplistede punkter er ikke en udtømmende liste for, hvornår parterne har indgået en gyldig kontrakt, men antages at kunne anvendes for virksomhedsoverdragelser. Nogle af de oplistede punkter er mere relevante i specifikke scenarier end andre. De følgende punkter præsenteres således: 1) parterne er myndige, 2) ved aftaleindgåelsen kan parterne handle fornuftmæssigt, 3) ingen af parterne har været udsat for tvang, svig eller vold fra den modsatte part eller fra en tredjemand under aftalens indgåelse,⁹² 4) parterne er i stand til at overskue konsekvenserne, som følger af kontrakten 5) ingen af parterne har monopol på området, 6) parterne er ikke bundet af en kontraheringspligt.⁹³ Aftalefriheden er gældende for de aftaler, hvor der foreligger en rimelig jævnbyrdighed mellem de involverede parter.⁹⁴ Hvis aftalen varetager den ene parts interesser mere, vil der opstå en ulighed i parternes styrkeforholdet, som komplicerer opretholdelsen af aftalefriheden.⁹⁵

⁸⁸ Ibid.

⁸⁹ Ibid.

⁹⁰ Andersen og Madsen, 2017, s. 18

⁹¹ Ibid. s. 20-22

⁹² Der er tale om ugyldighedsgrunde, som omtales i AFTL kap 3. Ved udløsning af en ugyldighedsgrund kan aftalen helt eller delvist blive tilsidesat.

⁹³ Andersen og Madsen, 2017, s. 20 og 22

⁹⁴ Ibid.

⁹⁵ Ibid. s. 22

3.3: Købeloven

Udgangspunktet er, at KBL finder anvendelse på alle køb undtagen køb af fast ejendom og forudsat, at parterne ikke har aftalt andet, jf. KBL § 1 a, stk. 1,⁹⁶ hvorfor en overdragelse af kapitalandele også vil blive omfattet. Som nævnt i metodeafsnittet vil afhandlingen anvende enhedsbetragtningen om target, hvilket fører til, at virksomhedens samlede aktiver og passiver udgør den samlede overdragelsesgenstand.⁹⁷ Ydermere vil der være tale om et specieskøb i køberetlig forstand, jf. KBL § 3 modsætningsvist, da sælgeren ikke kan overdrage to ens virksomheder.

I køberetten sondres der generelt mellem forbrugerkøb, civilkøb og handelskøb. I køberetlig forstand herskes der tvivl om, hvorvidt et virksomhedskøb betragtes som et handelskøb.⁹⁸ En konkret vurdering af omstændighederne vil derfor være nødvendig, men i afhandlingen antages, at virksomhedsoverdragelser betragtes som et handelskøb mellem erhvervsdrivende, jf. KBL § 4, stk. 1. I KBL reguleres handelskøb af de deklaratoriske regler, medmindre parterne har aftalt at fravige KBL.⁹⁹

Selvom KBL finder anvendelse på virksomhedsoverdragelser, opstår der i praksis tvivl om, hvorvidt loven er anvendelig og velegnet til at regulere og løse de komplekse problemstillinger, der opstår som følge af virksomhedsoverdragelser. Det skyldes, at købeloven blev udarbejdet i 1906, hvor loven afspejler sværhedsgraden af den daværende obligationsretlige praksis ved køb af simple løsøregerstande.¹⁰⁰ I forbindelse med samfundets udvikling og en øget grad af kompleksitet ved virksomhedsoverdragelser mangler reglerne i KBL at blive ændret for at kunne regulere overdragelsesaftalerne fyldestgørende og tilstrækkeligt. Der opstår en fortolkningstvivl ved anvendelsen af KBL's regler for virksomhedsoverdragelser, fordi reglerne ikke er så grundige og specifikke som for køb af simple løsøregerstande.¹⁰¹ Fortolkningstvivlen, som opstår, forøger parternes incitament til at formulere overdragelsesaftalen til at omfatte videst muligt og regulere alle forhold mellem parterne, så anvendelsen af KBL's regler undgås. Det kræver, at parterne får udpenslet alle væsentlige og relevante forhold, således at KBL's regler kun anvendes i de tilfælde, hvor parterne

⁹⁶ KBL § 1 a, stk. 1. Bestemmelsens stk. 2-4 afgrænser sig yderligere.

⁹⁷ Hansen og Lundgren, 2019, s. 282

⁹⁸ Tvivlen opstår ved modsigelser, der opstår i litteraturen. I bogen skrevet af Hansen og Lundgren (2019) menes der, at virksomhedsoverdragelser anses som handelskøb, hvilket Lego Andersen (2014) ikke er enig i.

⁹⁹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 284

¹⁰⁰ Lookofsky og Ulfbeck, 2015, s. 11

¹⁰¹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 285

har undladt eller glemt at regulere i overdragelsesaftalen.¹⁰² KBL's regler anvendes derfor kun som fortolkningsbidrag for forhold, som ikke er reguleret i overdragelsesaftalen. Selvom der foreligger en fortolkningstvivl ved anvendelsen af KBL's regler for virksomhedsoverdragelser, kan reglerne alligevel anvendes analogt som fortolkningsbidrag til de forhold, der ikke er reguleret i aftalen. Dette skyldes, at lovens regler ikke tilstrækkeligt kan fastsætte parternes retsstilling og hvilke deklaratoriske regler, som kan anvendes.¹⁰³ Købelovens regler for virksomhedsoverdragelser kan anvendes, såfremt regelsættet ikke er tilsidesat ved aftale af parterne.¹⁰⁴ Det findes relevant at undersøge, hvorvidt reglerne om mangler i KBL kan påberåbes af køber over for sælger.

3.3.1: Mangelbedømmelsen og misligholdelsesbeføjelser

Dette afsnit vil undersøge parternes retsstilling ved en værdiforringelse af target, som enten kan skyldes en eksogen eller endogen omstændighed, der er indtrådt efter signing. Det findes derfor relevant at se nærmere på KBL's regler for reguleringen af retstillingen mellem parterne ved tilfælde af mangler i forbindelse med virksomhedskøbet. Et fokuspunkt for analysen vil være at undersøge købers mulighed for at påberåbe sig misligholdelsesbeføjelserne ved mangler.

For aktieoverdragelser gælder det, at target alene kan lide en *retlig mangel* og ikke en *faktisk mangel*.¹⁰⁵

Der vil være tale om en *retlig mangel* når køberens ret til genstanden, afgrænses grundet tredjemands tidligere stiftet ret. Vanhjemmel er en retlig mangel.¹⁰⁶ Et eksempel på vanhjemmel tydeliggøres i dommen, U 2000.1766 H, hvor Højesteret vurderede, at der var opstået en retlig mangel, som fortrængede købers rettigheder. Sagen omhandlede et ejendomskøb, hvor der forelå en tinglyst servitut, som køberen ikke var blevet informeret omkring. Højesteret fandt, at servituten begrænsede købers råderet over ejendommen, hvorfor der var tale om en retlig mangel.¹⁰⁷ Ved køb af en virksomhed vil der foreligge en faktisk mangel, hvis genstanden ikke lever op til, hvad parterne har aftalt eller fået oplyst af sælgeren.¹⁰⁸ Tidspunktet for mangelbedømmelsen ved anvendelsen af KBL's

¹⁰² Hansen og Lundgren, 2019, s. 285

¹⁰³ Ibid. s. 217

¹⁰⁴ Ibid. s. 43

¹⁰⁵ Ibid. s. 281-282

¹⁰⁶ Clausen, Edlund og Ørgaard, 2021, s. 19

¹⁰⁷ U 2000.1766 H

¹⁰⁸ Hansen og Lundgren, 2019, s. 281

regler for virksomhedsoverdragelser kan være vanskeligt at vurdere, idet loven er skrevet til køb af løsøre, hvor genstanden overgår ved levering, jf. KBL § 17.¹⁰⁹

En mangel i en virksomhed tydeliggøres først efter købers overtagelse og ibrugtagelse af target. Hvorvidt fejlen skyldes sælgers eller købers forhold, bliver i den forbindelse vanskeligt at bevise grundet den efterfølgende benyttelse af target. Ydermere vil kravet til at reklamere ”straks” efter levering ikke findes opfyldt, jf. KBL § 52.¹¹⁰

I KBL’s regler er der ingen klar definition af, hvad mangler defineres som, dog kan principperne i KBL §§ 75 a og 76, stk. 1 anvendes for ikke-forbruger køb.¹¹¹ Ved en lovændring i 2021¹¹² af KBL’s § 75 a refererer bestemmelsen til kriterierne angivet ved §§ 75 b-e. En værdiforringelse, som skyldes endogene omstændigheder, tilskrives sælgeren.¹¹³ KBL § 76, stk. 1, vurderes til at være den mest optimale bestemmelse til fortolkning af mangler ved endogene omstændigheder. Dette skyldes bestemmelsens ordlyd, som er: *”der foreligger (...) en mangel (...), hvis sælgeren har forsømt at give køberen oplysninger om forhold der har haft betydning for bedømmelse af salgsgenstanden (...).”*¹¹⁴ Som nævnt tidligere i afhandlingen er der ved virksomhedsoverdragelser tale om specieskøb, da sælgeren ikke kan overdrage to ens virksomheder.¹¹⁵ Køberens misligholdelsesbeføjelser vil derfor være reguleret af KBL’s § 42, som angiver, at der foreligger og sondres mellem tre misligholdelsesbeføjelser, som køberen kan anvende ved mangler, henholdsvis forholdsmæssigt afslag, ophæve købet og eller kræve erstatning. Køberen har både mulighed for at påberåbe sig misligholdelsesbeføjelser enkeltvist, men også kumulativt, således at man både kan ophæve købet samt kræve erstatning. Hvis der foreligger mangler ved specieskøb, kan køberen kræve et forholdsmæssigt afslag i købesummen eller ophæve købet, jf. KBL § 42, stk. 1, 1.pkt. Der stilles ikke et krav om, at manglen skal være væsentlig eller, at sælger skal have været bekendt med manglen, jf. KBL § 42, stk. 1. Det kan være udfordrende at fastlægge mangler ved virksomhedsoverdragelser, fordi der både kan være tale om én mangel ved virksomhedens materielle anlægsaktiver eller en generel mangel ved target. Hvis manglen skyldes et anlægsaktiv, som ikke har afgørende betydning for target’s drift, vil manglen ikke anses at have en væsentlig karakter.¹¹⁶ Køberen kan derfor ikke

¹⁰⁹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 288

¹¹⁰ Ibid.

¹¹¹ Theilgaard, Amiri og Jacobsen, 2017, s. 1225

¹¹² KBL’s § 75 a blev ændret i 2021 ved følgende lovebekendtgørelse: L 2021-06-08 nr. 1173.

¹¹³ Gilson og Schwartz, 2004, s. 345-346 herunder også nævnt i afhandlingens afsnit 2.2.2

¹¹⁴ Ordlyden af KBL § 76, stk. 1

¹¹⁵ Hansen og Lundgren, 2019, s. 288

¹¹⁶ Ibid. s. 296

påberåbe sig denne misligholdelsesbeføjelse, hvorfor det formodes, at der foreligger en bagatelgrænse, som manglens samlede værdi skal udgøre ved virksomhedsoverdragelser.¹¹⁷ I praksis anvendes begrebet *de minimis*, som fastsætter den beløbsmæssige bagatelgrænse, som hvert af købers enkeltkrav som minimum skal opfylde, før kravet kan gøres gældende over for sælger.¹¹⁸ Der er ikke fastsat en specifik bagatelgrænse for forholdsmæssigt afslag ved virksomhedsoverdragelser, men for køb af fast ejendom kan det udledes af retspraksis, at denne ligger på omkring 8-10 pct. af købesummen.¹¹⁹ Fast ejendom ligger uden for afhandlingens problemstilling, men nævnes blot til illustration. Baseret på ovenstående skal der foretages en skønsmæssig vurdering af manglens væsentlighed, såfremt den har en afgørende betydning for target's drift. Såfremt overdragelsesaftalen fastlægger, at sælgers garantier og erklæringer afgives,¹²⁰ som følge af aftalens opfyldelse vil dette til dels afhjælpe denne problemstilling.¹²¹ I forlængelse heraf gælder samme krav om væsentlighed af manglen, før køberen kan ophæve aftalen, medmindre sælger har handlet svigagtigt, jf. KBL § 42, stk. 1, 2.pkt. Der kræves også i dette tilfælde at fortage en skønsmæssig vurdering af manglens væsentlighed. I enkelte tilfælde kan manglen anses som værende så væsentlig, at køber kan ophæve kontrakten. Dette gælder for de forhold, hvor manglen resulterer i en væsentlig begrænsning af target's indtjeningsevne og derfor stiller virksomheden væsentlig ringere end forventet. Et eksempel herpå kan være ved salg af en informationsteknologisk virksomhed, der udvikler software, men som ikke har opnået eneret ved at have patent over den nyudviklede software. Hvis virksomhedens nyudviklede software ikke er beskyttet af reglerne om patent, vil der være mulighed for kopivarer, hvilket kan føre til en lavere indtjeningsevne, hvilket anses som værende af væsentlig karakter. I mange tilfælde foreligger der en årsagsforbindelse mellem sælgers manglende overlevering af information til køber og en efterfølgende ophævelse af overdragelsesaftalen. Sælger er pålagt en oplysningspligt, hvorfor en tilsidesættelse af denne giver køberen mulighed for at ophæve kontrakten.¹²² Det ses at være vanskeligt at ophæve kontrakten, hvilket skyldes, at årsagen til at ophæve oftest tydeliggøres efter closing, hvor køberen allerede har overtaget target og muligvis har foretaget ændringer. I forlængelse heraf vanskeliggøres købers mulighed for at ophæve yderligere,

¹¹⁷ Hansen og Lundgren, 2019, s. 296

¹¹⁸ Ibid.

¹¹⁹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 296, fodnote 27

¹²⁰ Sælger kan afgive erklæringer og garantier omkring virksomhedens forhold, som sælgeren bliver ansvarlig for, hvis forholdene viser sig ikke at være korrekte. En garanti og erklæring som sælgeren kan afgive er, at der ikke udsigt til retssager.

¹²¹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 289

¹²² Oplysningspligten er nævnt her, men behandles senere i afsnittet.

fordi der er et krav om tilbagelevering af det modtagne i væsentlig samme stand som ved levering, jf. KBL's § 57, stk. 1, hvilket oftest ikke er muligt.

Købers adgang til forholdsmæssigt afslag eller til at ophæve købet stiller ikke krav til et ansvarsgrundlag, før køber kan påberåbe sig misligholdelsesbeføjelser. Dog påkræves der et ansvarsgrundlag ved misligholdelsesbeføjelsen erstatning forinden køberen kan påberåbe sig denne beføjelse.¹²³ I forbindelse med KBL's § 49 kan køber kræve omlevering ved mangler i den købte genstand, men da der er tale om en speciesvare, køb af en virksomhed, vil dette ikke være muligt at kræve.¹²⁴ Køber kan dog alligevel have krav på omlevering ved mangler, hvis der er tale om generelle mangler i den købte genstand. I dette tilfælde er sælger pålagt enten at afhjælpe eller omlevere, jf. KBL § 49, stk. 1.

KBL's § 42, stk. 2, regulerer retsstillingen mellem parterne i de tilfælde, hvor manglen både kan opstå før og efter aftaleindgåelse. Bestemmelsen sonder mellem *oprindelig* og *efterfølgende* misligholdelse som den eneste bestemmelse i KBL. Ved anvendelsen af bestemmelsen gælder forskellige ansvarsgrundlag alt efter, hvilken misligholdelse der gør sig gældende i forbindelse med manglen for specieskøb.¹²⁵ Sondringen mellem *oprindelige* og *efterfølgende mangler* beror på, hvornår manglen er opstået. Der er tale om *oprindelige mangler* ved de tilfælde, manglen er opstået inden indgåelsen af købsaftalen.¹²⁶ For disse mangler ifalder sælger kun et erstatningsansvar, såfremt den savnede genstand mangler egenskaber, som må anses for at være tilsikret, eller i tilfælde hvor sælger har udvist og handlet svigagtigt, jf. KBL § 42, stk. 2, 1. led.¹²⁷ Der foreligger en *efterfølgende mangel* i de tilfælde, hvor manglen er opstået efter indgåelsen af købsaftalen. For disse mangler ifalder sælger et erstatningsansvar, såfremt manglen er opstået i forbindelse med den pågældendes forsømmelse, jf. KBL § 42, stk. 2, 2. led.¹²⁸ I den nærmere analyse undersøges efterfølgende omstændigheder ex post, hvorfor det findes relevant at fokusere på de *efterfølgende mangler*. Det er ikke fastsat, hvilken part bør bære bevisbyrden for, at dokumenterer, at den *efterfølgende mangel* skyldes sælgers forsømmelse.¹²⁹ Uanset om der foreligger en *oprindelig* eller *efterfølgende mangel* ved specieskøb, vil sælger ifalde et erstatningsansvar, når der udvises culpa ved enten at have handlet

¹²³ Theilgaard, Amiri og Jacobsen, 2017, s. 806

¹²⁴ Hansen og Lundgren, 2019, s. 288

¹²⁵ Theilgaard, Amiri og Jacobsen, 2017, s. 832

¹²⁶ Ibid.

¹²⁷ Indeholder noget af bestemmelsens ordlyd

¹²⁸ Theilgaard, Amiri og Jacobsen, 2017, s. 832

¹²⁹ Ibid. s. 837

svigagtigt, udvist uagtsom adfærd eller tilsidesat sin loyale oplysningspligt.¹³⁰ Ydermere ifalder sælger et erstatningsansvar, hvis sælger har tilsikret genstanden særlige egenskaber, som derefter ikke lever op til det lovede.¹³¹

Baseret på ovenstående vil det blive vurderet, hvorvidt sælger kan ifalde et erstatningsansvar for *efterfølgende mangler*, jf. KBL § 42, stk. 1, 2. led, som en følge af en eksogen eller endogen omstændighed. Som nævnt i afsnit 2.2.2.2 vil en værdiforringelse af target, som skyldes en *eksogen omstændighed* opstået mellem signing og closing, ikke kunne tilskrives sælgeren. Dette skyldes, at den eksogene omstændighed ikke er opstået grundet sælgers forsømmelse. Sælgeren vil derfor ikke blive erstatningsansvarlig for efterfølgende mangler, der opstår efter kontraktindgåelse, hvorfor køberen må påtage sig ansvaret for target's værdiforringelse. Et eksempel på dette kan være, hvis der opstår en ændring eller ny markedssituation, som værdiforringer target's værdi, må køberen påtage sig ansvaret heraf.¹³²

Som nævnt i afsnit 2.2.2.1 kan sælger ifalde ansvar, hvis vedkommendes handling eller forsømmelse skyldes en værdiforringelse af target. Target's værdi kan eksempelvis forringes ved *endogene omstændigheder*, såsom at en nøglemedarbejder opsiges, eller leverandørerne udskiftes, hvilket er forårsaget af sælgers handling. Vurderingen af, hvorvidt en sælger ifalder erstatningsansvar for de *endogene omstændigheder*, afhænger af en samlet vurdering af, om *culpa in contrahendo* finder anvendelse ved enten sælgers svigagtige adfærd, at han har udvist uagtsom adfærd eller tilsidesat sin loyale oplysningspligt.¹³³ Ved virksomhedsoverdragelser vil en tilsidesættelse af et grundlæggende princip, netop den loyale oplysningspligt, være særlig væsentlig.

Sælger har ifølge princippet om loyal oplysningspligt en forpligtelse til at oplyse køberen inden aftaleindgåelse om de omstændigheder, der vil være relevante og væsentlige for købers bedømmelse af target.¹³⁴ Herunder forpligtes sælger også til loyalt at udlevere oplysninger om target.¹³⁵ Princippet stammer fra den obligationsretlige grundsætning, loyalitetsforpligtelsen, som forpligter parterne til at udvise *rimelig hensyn til hinandens interesser*.¹³⁶ Hvorvidt sælgers manglende udlevering af

¹³⁰ Theilgaard, Amiri og Jacobsen, 2017, s. 837

¹³¹ Ibid.

¹³² Ibid.

¹³³ Ibid.

¹³⁴ Andersen og Lookofsky, 2015, s. 68

¹³⁵ Hansen og Lundgren, 2019, s. 246

¹³⁶ Andersen og Madsen, 2017, s. 423

oplysninger til køber anses for en forsømmelse, som er i forbindelse med sælgers culpøse handling, vil forholdet bero på en samlet vurdering. Sælgeren er pålagt bevisbyrden, hvorfor vedkommende har pligt til at dokumentere, at de manglende oplysninger ikke var væsentlige for køber. Sælgeren frigøres ikke for sin loyalitetsforpligtelse, selvom køberen er underlagt en undersøgelsespligt. Dette kommer til udtryk ved dommen U 2009.163 V. Her blev sælgeren fundet ansvarlig for at tilsidesætte sin loyale oplysningspligt, selvom nogle forhold gav køberen anledning til at undersøge vandet i brønden. Som nævnt ovenfor påhviler bevisbyrden sælgeren, hvorfor denne har pligt til at dokumentere, at de manglende oplysninger var uvæsentlige for køberen. Princippet om sælgers loyale oplysningspligt forpligter sælger før signing og ikke mellem signing og closing.

Ydermere foreligger der ikke praksis eller litteratur, som anerkender anvendelsen af KBL's § 42, stk. 2, 2. som led i forbindelse med en værdiforringelse af target, der opstår inden closing ved virksomhedstransaktioner. Bestemmelsen anvendes derfor med forbehold.

Baseret på ovenstående kan det konkluderes, at KBL bør anvendes analogt som fortolkningsbidrag til de forhold, der ikke er reguleret i overdragelsesaftalen. I dansk ret skal aftaler overholdes, og hver part skal opfylde sine forpligtelser, jf. DL 5-1-1 og DL 5-1-2. Et virksomhedskøb antages at være en overdragelse af en speciesvare. Da der er tale om handel mellem to erhvervsdrivende, vil der foreligge et handelskøb. Ansvar for de eksogene omstændigheder, som opstår i den mellemliggende periode mellem signing og closing, bæres af køberen. Sælgeren vil for de endogene omstændigheder kunne drages til ansvar, hvis der opstår en værdiforringelse af target, som skyldes *culpa in contrahendo*, jf. KBL § 21, stk. 2, 2. led. Før køberen kan påberåbe sig forholdsmæssigt afslag, skal manglen være af en vis væsentlighed eller skyldes, at sælger har handlet svigagtigt, jf. KBL § 42, stk. 1. KBL § 42, stk. 2 er den eneste bestemmelse, som sonder mellem *oprindelig* og *efterfølgende* misligholdelse. Det er besværligt for køber at ophæve kontrakten, da ophævelsesårsagen først tydeliggøres efter closing, hvor køberen allerede har overtaget target og muligvis foretaget ændringer, som gør det umuligt at tilbagelevere virksomheden i væsentlig samme stand som ved levering, jf. KBL § 57, stk. 1.¹³⁷ Ydermere frigøres sælger ikke for sin loyalitetsforpligtelse, selvom køberen er underlagt en undersøgelsespligt.

For afhandlingens videre analyse findes det relevant at undersøge de obligationsretlige grundsætninger nærmere. Ydermere findes det relevant at fortsætte undersøgelsen af, hvordan

¹³⁷ Hansen og Lundgren, 2019, s. 289

baggrundsretten kan regulere parternes retsstilling ved omstændigheder, som opstår mellem signing og closing der værdiforringer target.

3.3.2: Loyalitetsforpligtelsen

Den obligationsretlige grundsætning, loyalitetsforpligtelsen, finder anvendelse på overdragelsesaftaler.¹³⁸ Den udspringer fra retspraksis og er en præceptiv retsgrundsætning, som er ufravigelig, hvorfor en aftale om ønsket tilsidesættelse ikke er mulig. Forpligtelsen finder således anvendelse i alle kontraktforhold, hvor det ses, at parternes forpligtelser ikke er udtømmende for de aftalte vilkår.¹³⁹ Ifølge forpligtelsen har parterne en pligt til at være loyale over for hinanden og udvise hensyn til parternes interesser. Forpligtelsen udspringer fra retspraksis, hvorfor der ikke foreligger en klar definition af forpligtelsens indhold.¹⁴⁰ Forpligtelsen er forbundet med kontraktens *naturalia negotii*, hvorfor delforpligtelserne udspringer af kontrakttypen og hvor i kontraktens forløb, delforpligtelsen fremstår.¹⁴¹ Afhandlingen vil fremhæve forpligtelsens substans for perioden mellem signing og closing, selvom perioden ikke antages at være omfattet af kontraktens forløb, fordi der ikke foreligger en periode, hvor realydelsen skal udføres. Desuagtet er parterne forpligtede til at opfylde forpligtelsens substans og kerne. Forpligtelsens kerne er parternes ønske om at udveksle information, som for virksomhedsoverdragelser er mod betaling af købesummen.¹⁴²

Ifølge retspraksis beskrives loyalitetsforpligtelsen som en vis ”*pligt til at tage rimeligt hensyn til hinandens interesser*”.¹⁴³ Kontrahenterne har hver deres eget ønske til at maksimere egennytte, hvorfor dette kan skabe begrænsninger ved loyalitetsforpligtelsen. Ved en tilsidesættelse af forpligtelsen udløser det enten misligholdelsesbeføjelser eller erstatning.¹⁴⁴

3.3.3: Underretningsforpligtelsen

Den loyale oplysningspligt og underretningspligt er delforpligtelser, som stammer fra loyalitetsgrundsætningen og kommer til udtryk i den prækontraktuelle fase.¹⁴⁵ I dette afsnit undersøges, hvorvidt underretningsforpligtelsen kommer til udtryk mellem signing og closing.

¹³⁸ Madsen og Østergaard, 2019, s. 1

¹³⁹ Andersen og Lookofsky, 2015, s. 71

¹⁴⁰ Madsen og Østergaard, 2019, s. 117

¹⁴¹ Ibid.

¹⁴² Andersen og Lookofsky, 2015, s. 28

¹⁴³ Andersen og Madsen, 2017, s. 423

¹⁴⁴ Andersen og Lookofsky, 2010, s. 29

¹⁴⁵ Ibid.

Underretningsforpligtelsen omfatter alle kontrahenterne og forpligter dem til at oplyse modparten om alle forhold, som kan forhindre parten i at indgå aftalen. Her skal kontrahenterne oplyse alle forhold, der både er opstået, forinden aftalen er indgået, den prækontraktuelle fase, men også om forhold, som kan influere på opfyldelsen af den indgået kontrakt.¹⁴⁶ I modsætning til den loyale oplysningspligt anvendes underretningsforpligtelsen ikke kun før aftalens indgåelse, men strækker sig over aftalens løbetid. Kontrahenterne vil derfor stadig være forpligtede til at informere modparten om relevante ændringer eller forhold under hele kontraktforholdet.¹⁴⁷ Forpligtelsen vil oftest tilfalde sælger i virksomhedsoverdragelser, da sælger skal informere køber om ændringer, som kan påvirke det aftalte, herunder specielt for de forhold som køber ikke er bevidst omkring, der fortsat vil påvirke kontraktens fortsatte forløb.¹⁴⁸ I retspraksis er der afsagt en dom, U 2007.3027 H, som illustrerer parternes manglende anvendelse af underretningsforpligtelsen:

Sagsøger: Brunata Skovgaard A/S (herefter Brunata)

Sagsøgte: Danfoss A/S (herefter Danfoss)

Danfoss og Brunata indgik i oktober 2020 en samarbejdsaftale, der skulle omfatte udvikling og levering af energimålere. I forbindelse med Danfoss' udførsel af arbejdet viste der sig nogle tekniske vanskeligheder. Danfoss valgte i oktober 2021 at sælge energimåler til en anden virksomhed. Brunata krævede erstatning af Danfoss på 29 mio. kr. opgjort som positiv opfyldelsesinteresse. Højesteret fandt, at samarbejdsaftalen sidestilledes som en rammeaftale for fremtidigt samarbejde, hvorfor Danfoss aldrig var forpligtet til at udvikle energimålerne og sætte dem i produktion. I aftalen forelå der ingen bindinger for Danfoss, hvorfor de gerne måtte træffe beslutninger om frasal, omprioritere og opgive udviklingen. Danfoss' handling udløser derfor ingen misligholdelse af aftalen, hvorfor de ikke havde pligt til at betale de 29 mio. kr. for positiv opfyldelsesinteresse. Samarbejdsaftalen betingede parterne til at være loyale og underrette hinanden om forhold, som var betydelige for modparten, og ved en sådan tilsidesættelse af loyalitetsforpligtelsen udløstes et erstatningsansvar for det forvoldte tab. Danfoss havde ved Sø- og Handelsretten været dømt til at betale erstatning på 800.000 kr. for ikke at have informeret om de vanskeligheder, der var opstået ved udviklingen af energimålerne. Højesteret fandt hverken, at Danfoss' adfærd havde været illoyal eller havde påført

¹⁴⁶ Madsen og Østergaard, 2019, s. 119

¹⁴⁷ Ibid. s. 121

¹⁴⁸ Ibid. s. 126

Brunata et tab på 29 mio. kr., hvorfor Danfoss kun skulle erstatte Brunata op til negativ kontraktsinteresse.

Ved klarlægningen af underretningsforpligtelsen statueres det i den afsagte dom, at: *“Kontraktparter har imidlertid pligt til at optræde loyalt i forhold til hinanden. Navnlig har de pligt til at underrette hinanden om forhold, som er af betydning for den anden kontraktpart.”*¹⁴⁹ Som følge af dommen skal parterne inden for kontraktens rammer optræde loyalt og underrette hinanden om forhold, som er vigtige for det fortsættende samarbejde. Kontrahenterne er stadig underlagt denne forpligtelse mellem signing og closing og ved en tilsidesættelse af forpligtelsen vil det udløse et erstatningsansvar for det forvoldte tab. Samarbejdsaftalen statuerede, at Danfoss ikke havde en forpligtelse over for Brunata, hvilket også betød, at de udelukkende havde mulighed for at rette et erstatningskrav op til negativ kontraktsinteresse, fordi Danfoss ikke havde udløst en misligholdelse. Sælger har ikke pligt til at underrette om enhver lille ændring, der forekommer, hvorfor det kan skabe en gråzone for, hvad sælgeren så skal oplyse om. Køberen vil højst sandsynligt have en anden holdning til, hvornår der er opstået en væsentlig ændring i target, i modsætning til sælgers opfattelse, hvorfor der opstår en asymmetri i opfattelsen for, hvad der er væsentligt. Ifølge kontraktens naturalia negotii vil sælgeren blive pålagt en underretningspligt, såfremt de indtrådte omstændigheder er væsentlige og betydelige, hvorfor køberen skal underrettes om følgende forhold, jf. loyalitetsforpligtelsen. Ved misligholdelse af dette opstår der et brud på underretningspligten, og sælgeren kan blive erstatningsansvarlig for det påviste tab, køberen lider, jf. U 2007.3027 H, som den afsagte dom også illustrerede.¹⁵⁰

3.3.4: Samarbejdsforpligtelsen

Endnu en delforpligtelse til loyalitetsforpligtelsen er samarbejdsforpligtelsen, som påkræver at parterne samarbejder under kontraktens forløb. Den anvendes primært i længerevarende kontraktforhold.¹⁵¹ Virksomhedstransaktioner anses ikke for at være af længerevarende karakter, men perioden mellem signing og closing kan fremstå som længerevarende. Henset til dette antages der at være tale om en langvarig periode, hvor parterne skal samarbejde.¹⁵² Når der foreligger en virksomhedsoverdragelse mellem to erhvervsdrivende, bør begge parter have samme opfattelse af, hvilke risici der medfølger af transaktionen. Det antages derfor, at parternes styrkeforhold er ens,

¹⁴⁹ En del af Sø- og Handelsrettens begrundelse

¹⁵⁰ Madsen, 1982, s. 168

¹⁵¹ Andersen og Lookofsky, 2010, s. 69

¹⁵² Ibid.

hvorfor sælgeren ikke kan blive stillet højere krav til loyal handlemåde end køberen.¹⁵³ Parterne vil være pålagt en øget loyalitetspligt, da der er tale om højrisikotransaktion i forbindelse med virksomhedsoverdragelser. Herudover findes det også væsentligt, at parterne har tillid til hinanden, specielt mellem signing og closing, da parternes samarbejde er betydningsfuldt for opfyldelsen af overdragelsesaftalen. Hvis sælger vælger at udføre og foretage endogene ændringer i den mellemliggende periode, som eksempelvis at opsiges nøglemedarbejder, skal det vurderes af domstolene, om der foreligger et brud på loyalt samarbejde. Dette er undtaget, hvis opsigelsen er grundet en saglig forklaring, hvorimod andre opsigelser kan udgøre brud på samarbejdsforpligtelsen. Retstillingen mellem parterne reguleres af en vurdering, som foretages af domstolene med hensyn til sagens konkrete omstændigheder.

3.3.5: Lempelsesregler i kontraktforhold

Som nævnt i afsnit 3.2.1 bygger kontrakter på princippet om, at aftaler skal overholdes samt, at parterne skal opfylde egne forpligtelser, jf. DL 5-1-1, DL 5-1-2 og AFTL § 1. Selvom man har indgået en aftale, som skal overholdes, kan der opstå forhold, som gør det særligt byrdefuldt for en af parterne, hvorfor man i de fleste tilfælde vil anvende retsregler til at blive frigjort fra aftalen. Her kan de danske retsregler, forudsætningslæren, force majeure¹⁵⁴ og AFTL's § 36 anvendes ved en helt eller delvis tilsidesættelse af aftalen. Lempelsesreglerne er en modreaktion på profitmaksimering og den opportunistiske handlemåde, som kan være udtrykket af parterne, hvorfor reglerne vil virke som et værn.¹⁵⁵ Madsen og Østergaard (2017) har udarbejdet en teori om "*nærmest til at bære risikoen*", der benyttes, som aftalesupplering. "*Nærmest til at bære risikoen*" anvendes i forbindelse med regulering og risikoallokering for efterfølgende byrdefulde forhold, hvor den også kan anvendes i samspil med AFTL § 36 og forudsætningslæren. Forskellen, der opstår mellem "*nærmest til at bære risikoen*" og de to andre lempelsesregler, forudsætningslæren og AFTL's § 36, er, at teorien ikke udgør en retsvirkning, som resulterer i en hel eller delvis ugyldig aftale. Modsætningen kommer til udtryk ved, at retsvirkningen resulterer i en retstilling, hvor en af parterne skal varetage den økonomiske risiko for de efterfølgende omstændigheder.¹⁵⁶ Det stadig uklart, om "*nærmest til at bære risikoen*", er en reel obligationsretlig grundsætning.¹⁵⁷ Heraf kan det ikke afklares, hvornår "*nærmest til at bære*

¹⁵³ Hov, 1998, s. 39

¹⁵⁴ Forholdet om force majeure vil ikke yderligere blive behandlet i afhandlingen.

¹⁵⁵ Madsen og Østergaard, 2019, s. 116

¹⁵⁶ Madsen og Østergaard, 2017, s. 42

¹⁵⁷ Ibid. s. 36

risikoen” kan påberåbes af parterne, hvorfor det også udviser, at teorien ikke er færdigbehandlet. Baseret på ovenstående vil teorien ikke længere blive behandlet.

3.3.5.1: Aftalelovens § 36

Som nævnt i afsnit 1.4.1 reguleres virksomhedsoverdragelser som et obligationsretligt køb, hvor det primært bliver reguleret efter AFTL, medmindre andet er aftalt. Ved anvendelsen af AFTL's regler kan en aftale tilsidesættes helt eller delvist ved tilfælde, der findes urimelige at gøre gældende. AFTL omfatter bestemmelser, som regulerer en tilsidesættelse af aftaler ved anvendelsen af ugyldighedsreglerne: AFTL §§ 28-33, AFTL § 36 og AFTL § 39. Den videre analyse vil fokusere på, om en værdiforringelse, efter parterne har indgået kontrakten, kan anvende i forhold til AFTL's § 36. Selvom bestemmelsen i de fleste tilfælde anvendes i kontraktforhold mellem en forbruger og en erhvervsdrivende, kan AFTL's § 36 også anvendes mellem erhvervsdrivende.¹⁵⁸ En vurdering om, hvorvidt aftalen helt eller delvist kan tilsidesættes, træffes af domstolene. AFTL's § 36 lyder som følgende:

Stk. 1: ”En aftale kan ændres eller tilsidesættes helt eller delvis, hvis det vil være urimeligt eller i strid med redelig handlemåde at gøre den gældende. (...)”

Stk. 2: ”(...) tages hensyn til forholdene ved aftalens indgåelse, aftalens indhold og senere indtrufne omstændigheder”¹⁵⁹

Ved bestemmelsens ordlyd i AFTL's § 36, stk. 2¹⁶⁰ ”senere indtrufne omstændigheder” kan aftalen tilsidesættes, hvis der opstår omstændigheder efter aftalens indgåelse.¹⁶¹ Bestemmelsen danner således et fundament for konfliktløsning, som skyldes ”senere indtrufne omstændigheder” indtrådt efter aftalens indgåelse. Disse omstændigheder vil inddrages i bedømmelsesgrundlaget for, om overdragelsesaftalen findes urimelig. Denne vurdering foretages af domstolene.

Bestemmelsen indeholder tre lag, som gennemgås. For bestemmelsens stk. 1 findes det essentielle kriterium for bestemmelsens anvendelse, nemlig at aftalen skal være ”urimelig”.¹⁶²

For bestemmelsens stk. 2 følger det, at der ”tages hensyn til forholdene ved aftalens indgåelse, aftalens indhold og senere indtrufne omstændigheder”.¹⁶³ Bestemmelsens sidste lag kan ikke udledes

¹⁵⁸ Andersen og Madsen, 2017, s. 207

¹⁵⁹ Ordlyden af AFTL § 36

¹⁶⁰ Bestemmelsen blev indsat som følge af lovændring nr. 250 af 12. juni 1975

¹⁶¹ Andersen, 2018, s. 265

¹⁶² Andersen, 2018, s. 174

¹⁶³ Ordlyden af AFTL's § 36, stk. 2.

af bestemmelsens ordlyd, men omfatter, at domstolene foretager en urimelighedsbedømmelse.¹⁶⁴ I forbindelse med urimelighedsbedømmelse følger det af generelklausulen i AFTL's § 36, at den oftest anvendes i aftaler, hvor vilkårene i aftalen strider mod *ligevægtshensynet*. Dette indebærer, at der vil foreligge en urimelig afbalancering i parternes interesse.¹⁶⁵ Selvom der foreligger en uklarhed omkring, hvad der opfattes som værende urimelig, kan domstolene fokusere på de forhold og hensyn, der findes relevant ved urimelighedsbedømmelse og efterfølgende foretage en skønsmæssig vurdering. Med udgangspunkt i dette antages det, at domstolene, alt andet lige, vil foretage en helhedsbedømmelse af aftalens faktiske omstændigheder.¹⁶⁶ Hvis vilkårene i aftalen findes urimelige, kan domstolene gøre brug af forskellige reaktionsmuligheder. Aftalen kan enten helt eller delvist tilsidesættes, eller der kan foretages en lempelse af aftalens gældende vilkår. Ved en hel tilsidesættelse eller lempelse af aftalen vil aftalens indhold ikke længere have retsvirkning for parterne. Ved en delvis tilsidesættelse eller lempelse af aftalen kan domstolene tilsidesætte de urimelige vilkår, som gøres gældende, hvorfor aftalen i sin helhed stadig vil have retsvirkning for parterne. Det vil sige, at domstolene kan ændre eller lempe de urimelige vilkår i aftalen. Det sidste alternativ vil være at ændre aftalen, hvilket vil føre til nye aftalevilkår. En ulempe ved domstolens anvendelsen af denne reaktionsmulighed medfører, at én af parterne højst sandsynligvis vil være utilfredse med ændringen af aftalevilkårene. Dette skyldes, at aftalens vilkår ændrer retstillingen mellem parterne og det videre forløb for kontrakten.¹⁶⁷

Ved lovændringen af AFTL's § 36 i 1994¹⁶⁸ forelå der bemærkninger til lovforslaget, der tilsiger: "*at der udvises særlig tilbageholdenhed med at ændre aftalevilkår i rene erhvervsforhold, hvor aftalen blandt andet bygger på økonomiske og risikomæssige overvejelser m.v.*".¹⁶⁹ Det findes særligt relevant at undersøge, om bestemmelsen vil finde anvendelse på en efterfølgende værdiforringelse af target ved virksomhedskøb. Forinden efterfølgende omstændigheder kan påberåbes, skal der foretages en risikovurderingen af, hvorvidt parten havde mulighed for at gardere sig juridisk.¹⁷⁰ En måde parterne kunne have garderet sig juridisk ville være ved at indskrive en MAC-klausul, der fokuserer på at regulere fremtidige omstændigheder. Typisk kan parterne, som har indgået en længerevarende kontrakt, tilføje klausuler om genforhandling. Hvis denne klausul ikke kan løse den

¹⁶⁴ Andersen, 2018, s. 222

¹⁶⁵ Andersen og Madsen, 2017, s. 216

¹⁶⁶ Ibid. s. 221 - 222

¹⁶⁷ Andersen, 2018, s. 220

¹⁶⁸ Lov nr. 1098 af 21. december 1994

¹⁶⁹ Folketingstidende 1994-95, tillæg A, spalte 352

¹⁷⁰ Andersen, 2018, s. 267 ff.

opståede tvist, vil andre fortolkningshensyn eller forudsætningslæren blive anvendt, hvorfor en anvendelse af AFTL's § 36 ikke er nødvendig.¹⁷¹ Når ordlyden af AFTL's § 36, stk. 1 ikke specificerer, hvad urimelighedsbedømmelse skal omfatte, må supplerende hensyn inddrages som fortolkningsbidrag.¹⁷² I aftaler mellem erhvervsdrivende kan læren om *kalkuleret risiko* findes relevant.¹⁷³ Læren bygger på at undersøge, om den ene part bevidst har valgt at overtage en betydelig risiko mod vederlag.¹⁷⁴ Som tidligere nævnt er virksomhedsoverdragelser højrisikotransaktioner,¹⁷⁵ hvorfor der altid vil være foretaget en risikovurdering, som er udført via en omhyggelig DD-analyse. Parterne har mulighed for at aftale deres retstilling, samt hvorledes risikoen allokeres mellem dem. Den aftalte risikoallokering burde ikke blive ændret ved anvendelsen af AFTL's § 36.¹⁷⁶ Dermed vil der ved realisering af erhvervsmæssige risici ikke findes grundlag for anvendelsen af AFTL § 36.

3.3.5.2: Forudsætningslæren

Forudsætningslæren er en juridisk teori, som vil blive anvendt i analysen til at vurdere, om køberen kan undlade købet af target, fordi der enten foreligger en ændring af de aftalte forventninger, som forelå ved kontraktindgåelse, eller at der opstår uforudsigelige omstændigheder, som forårsager bristende forudsætninger, hvor begge omstændigheder gør det særlig byrdefuldt at opfylde aftalens vilkår.¹⁷⁷ Ved bristende forudsætninger bliver købers løfte ikke forpligtende, og aftalens ugyldighed vil medføre erstatning op til negativ kontraktsinteresse.¹⁷⁸

Der gælder en række betingelser, før forudsætningslæren kan anvendes. Betingelserne er kumulative, hvorfor de alle skal være opfyldt, før en part kan frigøres fra aftalens forpligtelser:¹⁷⁹

- 1) Det formodes, at løftet er *bestemmende* for aftalens indgåelse
- 2) Det har været *kendeligt* for sælger, at den afgivet forudsætning havde bestemmende indflydelse på købers aftaleindgåelse og
- 3) At forudsætning skal være *relevant*, fordi sælgeren bærer risikoen for den bristede forudsætning

¹⁷¹ Andersen og Madsen, 2017, s. 209

¹⁷² Andersen, 2018, s. 218

¹⁷³ Ibid. s. 175

¹⁷⁴ Ibid. s. 252

¹⁷⁵ Hansen og Lundgren, 2014, s. 269

¹⁷⁶ Andersen og Madsen, 2017, s. 210

¹⁷⁷ Ibid. s. 190

¹⁷⁸ Madsen og Østergaard, 2017, s. 43

¹⁷⁹ Ibid.

Et teoretisk eksempel kan være vedrørende target's indtjeningsevne. Såfremt køberen havde fået oplyst, hvad target's indtjeningsevnen var og dette viser sig at være lavere end hvad sælgeren havde antaget og oplyst om, havde køberen måske ikke indgået aftalen. Dette skyldes at target's indtjeningsevne spiller en væsentlig rolle forinden en køber beslutter at opkøbe virksomheden. Denne betingelse vil være opfyldt. Betingelse to lægger op til, at det måtte være *kendeligt* for sælgeren, at køberen ikke havde indgået aftalen, hvis target's indtjeningsevne var af lavere værdi end oplyst, hvorfor der vil være tale om en kendelig forudsætning for sælgeren. Dette gælder både for de ubevidste og bevidste forudsætninger. De første to betingelser er opfyldt. Den sidste betingelse i forudsætningslæren er i forbindelse med, hvorvidt det findes rimeligt at forpligte sælgeren for forudsætningssvigt.¹⁸⁰ Fordelingen af risikoen afgøres af domstolene, og her skal dommeren lægge vægt på parternes fælles interesser.¹⁸¹ I kommercielle aftaler mellem erhvervsdrivende kræves der omfangsrige ændringer, før domstolene vurderer, at kontrakten ikke skal binde parterne. Forudsætningslæren anvendes i virksomhedsoverdragelser.

En dom heraf er: SH2003.H-0008-02

Sagsøger: Hepe A/S (Herefter Hepe)

Sagsøgte: Rømer Grafik A/S (herefter Rømer)

Overdragelsesaftalen blev indgået d. 10. august 2000, hvor Rømer skulle overtage virksomheden Hepe d. 12. august 2000. Hepe havde garanteret en årlig omsætning på 1.5 mio. kr. Parterne havde aftalt, at hvis omsætningen efter det første år var lavere end aftalt, skulle købesummen reduceres med halvdelen, men forøges, hvis man oversteg minimumsomsætningen på 1.5 mio. kr. Rømer indgik en aftale med Hepes ejer om, at Peter Sørensen skulle ansættes. Ansættelseskontrakten indeholdt en konkurrence- og kundeklausul, samt fastslog, at ansættelsen skulle udløbe i marts 2003, fordi Peter Sørensen da fyldte 60 år. Peter Sørensen endte med at fratræde sin stilling hos Rømer d. 27. juli 2001. Ydermere indgik Rømer ansættelsesaftaler med Jens Sørensen og Majbritt Frandsen, som skulle være typoteknikere. Jens Sørensen og Majbritt Frandsen opsagde begge deres stillinger d. 30. juli 2001 og fratrådte derefter stillingen i slutningen af august 2001. De blev ansat ved Reklametjenesten A/S fra d. 1. september 2001. Deres arbejde var at udføre presse-arbejde. Reklametjenesten A/S stoppede herefter med at være kunder hos Rømer. For tidspunktet og for det

¹⁸⁰ Andersen, 2018, s. 421

¹⁸¹ Andersen og Madsen, 2017, s. 196

første år af overtagelsen af Hepe udgjorde omsætningen med Reklametjenesten A/S 50% af Rømers omsætning i presseafdelingen.

Der kan udledes af dommen, at dispositioner foretaget internt ved virksomheden ikke hjemler til bristende forudsætninger. Dette skyldes, at handlingen, som var foretaget, ikke var omfattet af de kumulative betingelser, som kræves opfyldt, før forudsætningslæren kan påberåbes. De udførte dispositioner resulterede i en 50% reducere af omsætning, hvilket kan skyldes den dårlige ledelse eller manglende konkurrence og kundeklausulen i ansættelseskontrakten.

AFTL's § 36 og forudsætningslæren har mange fællespunkter, hvorfor de i praksis oftest anvendes i forbindelse med hinanden. Dette kommer til udtryk ved relevansbetingelsen for forudsætningslæren, da en påberåbelse af denne påkræver parten at løfte bevisbyrden for, at der ikke er tale om kalkuleret risiko. Dog er forskellen, at risikoen ved anvendelsen af forudsætningslæren udgør en faktor for den generelle vurdering, i modsætning til *kalkuleret risiko*, hvor det vurderes i forbindelse med den konkrete indgåede aftale.¹⁸²

3.4 Sammenfatning

Hvis overdragelsesaftalen ikke indeholder eller gør brug af en MAC-klausul, skal baggrundsretten anvendes. I ovenstående analyse kan køber forlange erstatning for mangler, som skyldes sælgers forsømmelse, jf. KBL § 42, stk. 2. I tilfælde af, at der opstår en eksogen omstændighed, som ikke skyldes, at sælgeren har handlet culpøst, vil ansvaret være pålagt køberen, og udgangspunktet vil være, at transaktionen skal gennemføres. Køberen har mulighed for at kræve erstatning, såfremt sælgeren har tilsidesat den loyale oplysningspligt, udvist svig eller handlet uagtsomt. Loyalitetsforpligtelsen omfatter en række delforpligtelser, som parterne er bundet af. Kontraktens *naturalia negotii* fastsætter, hvilke delforpligtelser der gør sig gældende for overdragelsesaftalen. En delforpligtelse, som stammer fra loyalitetsforpligtelsen, er samarbejdsforpligtelsen, som kræver at parterne samarbejder under kontraktens forløb. Ifølge underretningspligten skal sælger underrette køber om forhold, der både er opstået forinden aftalen er indgået, men også om forhold, som kan påvirke opfyldelsen af den indgåede kontrakt. Såfremt forpligtelserne enten enkeltvis eller samtidigt brydes, kan de almindelige misligholdelsesbeføjelser kunne påberåbes.

¹⁸² Andersen, 2018, s. 251

Ved indgåelsen af aftalen har parterne allokeret risikoen mellem sig, hvorfor en anvendelse af AFTL § 36 ikke skal være med til at ændre fordelingen. Ifølge bestemmelsens generalklausul har parterne ved allokeringen af risikoen accepteret fordelingen, hvorfor det vil findes usandsynligt at vurdere aftalen for urimelig. Ved virksomhedsoverdragelser er der strengere krav til brugen af forudsætningslæren. Dette resulterer i, at køberen ikke har mulighed for at træde tilbage fra overdragelsesaftalen i samme omfang som ved anvendelsen af en MAC-klausul.

Ydermere tydeliggøres det ved analysen af baggrundsretten, at køberen har begrænset mulighed for at tilsidesætte aftalen enten helt eller delvist. På baggrund heraf vil det findes relevant at anvende en MAC-klausul ved overdragelsesaftalen.

Kapitel 4: MAC-klausulens retsvirkning

4.1 Indledning

Hovedformålet for kapitel 3 var at udlede parternes retsstilling ved benyttelsen af baggrundsretten. Dette kapitel vil analysere MAC-klausulens regulering af parternes retsstilling og retsvirkningen ved en efterfølgende værdiforringelse af target.

Vælger parterne at anvende en MAC-klausul i overdragelsesaftalen, vil formålet for anvendelsen være at regulere retstillingen mellem dem ved tilfælde af efterfølgende omstændigheder, som værdiforringer target. Ved at indskrive og anvende en MAC-klausul kan køberen nægte closing og derfor også træde tilbage fra aftalen, såfremt der opstår en *material adverse change*, som indtræder mellem signing og closing. Der foreligger ikke dansk retspraksis, som fortolker eller vurderer de retslige konsekvenser af MAC-klausulens anvendelse ved overdragelsesaftaler, hvorfor der opstår en tvetydighed ved dansk ret.¹⁸³

Der forefindes ikke to ens MAC-klausuler grundet aftalefriheden, hvorfor klausulens indhold og ordlyd kan variere. Der inddrages derfor en repræsentativ MAC-klausul baseret på de modtagne MAC-klausuler fra større advokatkontorer i Danmark.¹⁸⁴

¹⁸³ Stoltze og Svernlöv, 2005, s. 3

¹⁸⁴ MAC-klausulen er tilsendt fra et større advokatkontor i Danmark, som ønsker at være anonymt.

Fundamentet for analysen baserer sig på følgende ordlyd og indhold af den anvendte Mac-klausul:

- Conditions to closing
 - (I) [*There shall not have occurred a Material Adverse Change*].

*Material Adverse Change means any matter, event or series of related events or circumstances, which has or would with the lapse of time be reasonably expected to have a material adverse effect on the business, assets, financial results of the company (taken as a whole), provided that it shall not include (...) General business, industry or economic conditions (...) general economic or political conditions, changes in financial or securities markets, acts of war, (...) changes in applicable law.*¹⁸⁵

Den juridisk analyse vil undersøge klausulens form og indhold. Efterfølgende foretages en analyse af parternes retstilling, samt hvorledes denne reguleres ved anvendelsen af MAC-klausul.

Afslutningsvist vil analysen fokusere på, hvilke momenter og elementer domstolen kan tillægge vægt i forbindelse med fortolkningen af *material adverse change*.

4.2 Form og indhold

Som beskrevet ovenfor foreligger der ikke to ens MAC-klausuler, hvorfor der også sondres mellem inkluderende og ekskluderende klausuler.¹⁸⁶ En inkluderende klausul fastlægger de forhold og omstændigheder, som fører til brugen af klausulen. For tilfælde, som ikke er oplistet eller omfattet af klausulen, vil købers risiko være forbundet med ikke at kunne anvende klausulen ved andre omstændigheder, som kan gøre sig gældende.¹⁸⁷ I modsætning heraf vil en ekskluderende klausul undtage omstændigheder, der kan forårsage en *material adverse change*. Undtagelserne til omstændighederne fastlægges igennem *carve-outs*, fordi de ”udhuler”, hvornår klausulen kan finde anvendelse.¹⁸⁸ En ekskluderende MAC-klausul fastlægger, hvilke omstændigheder, som kan forårsage *material adverse change* og udhule klausulen ved brug af *carve-outs*.

Udgangspunktet er, at for alle de omstændigheder, som udgør en *material adverse change*, vil klausulen finde anvendelse, dog ikke hvis det skyldes ”*general business, industry or economic*

¹⁸⁵ Det antages at MAE og MAC anvendes ofte i forbindelse med hinanden, men deres betydning ved udformningen af kontrakten vil have særskilt betydning. MAE er definitionen af ”Material Adverse Effect” og omfatter de effekter, som kan lede til en værdiforringelse af target.

¹⁸⁶ Patschureck, 2015, s. 289

¹⁸⁷ Ibid.

¹⁸⁸ Ibid.

conditions [...]”, ” [...] *changes in financial or securities markets*”, ” [...] *acts of war*”, ” [...] *changes in applicable law*”. Den ovenstående klausul karakteriseres som værende af ekskluderende karakter, fordi de nævnte forhold, som følger af ordlyden, ikke udløser en *material adverse change*, selvom target vil været udsat for en værdiforringelse. Heraf vil sælgeren have et højere incitament til at undtage de forhold, som ikke er af dennes kontrol eller indvirkning.

Omstændighederne som udløser en af væsentlige negative ændringer, kan igennem *carve-outs* indsnævres MAC-klausulens anvendelsesområdet. For en inkluderende MAC-klausul, som fastlægger, hvad der omfattes af begrebet *material adverse change*, vil det medføre købers snævre adgang til at træde tilbage fra aftalen.

4.3 Fortolkning og udfyldning

Hvis MAC-klausulen anvendes, kan køberen træde tilbage fra aftalen og nægte at opfylde aftalens vilkår og forpligtelser. Forinden en MAC-klausul kan anvendes, skal der være indtrådt en *material adverse change* på target. Ofte ses begrebet *material adverse change* ikke defineret i kontrakten, hvorfor der rejses tvivl om, hvorvidt værdiforringelsen af target vil blive omfattet af klausulens anvendelsesområde. Uklarheden bevirker, at køberen muligvis uberettiget kan træde tilbage fra aftalen. Sagt på en anden måde indeholder MAC-klausulen ikke en udtømmende liste for de omstændigheder, som udløser anvendelsen af klausulen. Dette vil være kerneproblemet mellem parterne. Naturligt vil der opstå modstridende meninger om, hvorvidt en omstændighed har udløst anvendelsen af klausulen, hvorfor den ene part vil forsøge at fastholde aftalen, hvorimod den anden vil ophæve den. Som følge af interessekonflikten vil det resultere i, at det enten skal afgøres via en voldgiftsproces¹⁸⁹ eller af domstolene,¹⁹⁰ hvor afgørelsen skal inddrage en vurdering af, hvorvidt omstændigheden udløser klausulens anvendelse, samt hvorvidt forudsætningerne, som gøres gældende, forinden MAC-klausulen kan påberåbes, er opfyldt.¹⁹¹ I dansk ret foreligger der ikke afgørelser, hvor MAC-klausulers fortolkning har været bedømmelsens genstand.¹⁹² På baggrund heraf findes det relevant at undersøge, hvornår og under hvilke omstændigheder domstolene vil mene, at en *material adverse change* er indtrådt.

Når konflikten mellem parterne skal vurderes af domstolene, forventes det at være nødvendigt at udføre en fortolkning og udfyldning af klausulens indhold og ordlyd, førend instansen kan afgøre

¹⁸⁹ Voldgift vil ikke blive behandlet i afhandlingen, som også nævnt i afsnit 1.5.

¹⁹⁰ Andersen og Madsen, 2017, s. 366

¹⁹¹ Ibid.

¹⁹² Stoltze og Svernlöv, 2005, s. 3

sagen. Ved fortolkning af en aftale, især en kommerciel aftale, bør branchekutyme og sædvaner anvendes,¹⁹³ fordi der ikke foreligger lovfæstede regler, som ellers kan benyttes.¹⁹⁴ Heraf vil domstolens vurdering af klausulen inkludere samtlige momenter til fortolkningen, herunder dennes ordlyd, hensigt og indhold for at kunne træffe en afgørelse. Disse fortolkningsmomenter inddrages, så MAC-klausulen fortolkes så nøjagtigt og korrekt som muligt. I forhold til udfyldning af klausulen refereres der til fastlæggelsen af retsvirkninger baseret på et grundlag, som ikke kan afledes af den umiddelbare situation eller konkrete klausul.¹⁹⁵ Udfyldningen forsøger at finde klausulens hensigt ved at fokusere på de retlige betragtninger og hensyn.¹⁹⁶ Udfyldning foretages kun, hvis selve aftalens ordlyd ikke fastlægger aftalens retsvirkning. Grænsen mellem fortolkning og udfyldning uklar samt ikke defineret.¹⁹⁷ De fortolkningsmomenter, domstolen vil lægge vægt på, afhænger af aftalen og kan derfor variere mellem objektiv eller subjektiv fortolkningsmetode. Herunder vil det også variere om andre fortolkningsprincipper anvendes til aftalefortolkning, såsom gyldighedsreglen, koncipistreglen eller minimumsreglen.¹⁹⁸ De nævnte momenter og principper har samme retsvirkning som et normativt princip, altså at de ikke er regler, som skal overholdes ved lov, hvorfor både momenterne og principperne har tilsvarende virkning. Alle de nævnte fortolkningsprincipper kan anvendes særskilt, men også i kombination med hinanden.¹⁹⁹ I forhold til koncipistreglen og minimumsreglen anses de som udfyldningsregler, som anvendes i tilfælde, hvor en afgørelse ikke kan træffes ud fra fortolkningen.²⁰⁰

Det fremgår af koncipistreglen, at hvis der opstår tvivl om forståelsen af en aftale, vil denne tvivl blive fortolket til skade for koncipisten, som har formuleret aftalen, da denne ses for at være den ansvarlige for aftalens tvetydighed. Koncipisten ses derfor også at være den nærmeste til at bære risikoen i den forbindelse.²⁰¹ Fortolkningsprincippet lægger op til, at aftalen er udformet af én koncipist, hvilket ikke er tilfældet for overdragelsesaftaler, da disse indgås og udformes af to professionelle parter, som indbyrdes fastsætter aftalens ordlyd. Som følge heraf vil koncipistreglen ikke yderligere blive anvendt i afhandlingen.

¹⁹³ Andersen, 2021, s. 369

¹⁹⁴ Ibid.

¹⁹⁵ Andersen og Madsen, 2017, s. 366

¹⁹⁶ Ibid. s. 368

¹⁹⁷ Ibid.

¹⁹⁸ Ibid.

¹⁹⁹ Lego Andersen, 2014, s. 1

²⁰⁰ Andersen og Madsen, 2017, s. 354

²⁰¹ Ibid. s. 382

Minimumsreglen anvendes ofte i forbindelse med ensidige løfter og sikrer, at løftemodtager er beskyttet af aftalte minimumsbetingelser, selvom der ikke forlanges en modydelse. Dette ses ofte ved garantier, hvor løftegiver lover en vis kvalitet til løftemodtageren, hvilket danner en form for sikkerhed. Reglen sikrer grundlæggende beskyttelse for de involveret parter.²⁰² Virksomhedsoverdragelser er kendetegnet ved, at der foreligger et gensidigt bebyrdende forhold, hvor der forlanges en modydelse i form af vederlag. Baseret på dette vil det ikke findes relevant at undersøge minimumsreglen yderligere.²⁰³

Den følgende analyse vil anvende *fortolkning* til afhandlingens anvendte MAC-klausul benævnt i afsnit 4.1. Herunder vil der foretages en analyse af *objektiv* og *subjektiv* fortolkning.

4.3.1 Objektiv og subjektiv fortolkningsmetode

Domstolene fortolker den indgåede aftale, som indeholder MAC-klausulen, da dette udgør ”parternes lov”. Der sondres overordnet mellem to fortolkningsmetoder, som kan foretages ved brug af henholdsvis *objektiv* og *subjektiv* fortolkning. Den objektive fortolkning udgør som udgangspunkt aftalens ordlyd samt den naturlige og sædvanlige opfattelse af de anvendte ord og vendinger.²⁰⁴ Udover aftalens ordlyd findes andre momenter afgørende, heriblandt kontraktens indholdsmæssige sammenhæng, den systematiske opbygning samt graden af kontraktens ”gennemtænkhed”.²⁰⁵ Ved objektiv fortolkningsmetode er ordlydsfortolkningen det tungestvejende moment, når aftalen er indgået mellem professionelle parter, som oftest findes gældende for overdragelsesaftaler.²⁰⁶

Det illustreres ikke af retspraksis, hvorvidt domstolene anvender den objektive eller subjektive fortolkningsmetode.²⁰⁷ Ved den objektive fortolkningsmetode inddrages parternes fælles opfattelse ved aftaleindgåelse, som udgør det subjektive fortolkningsparadigme.²⁰⁸ Hvis der kan opnås en fælles opfattelse, altså subjektiv enighed mellem parterne, vil dette danne grundlag for aftalens klausul.²⁰⁹ Dog vil parternes fælles opfattelse føre til eller medvirke til en fortrængelse af modstridende formuleringer i kontrakten.²¹⁰ Parternes fælles opfattelse og intension ved aftaleindgåelsen bør være en kernekomponent som følge af domstolens fortolkning.²¹¹ Dette begrundes med, at domstolene

²⁰² Ibid. s. 381

²⁰³ Ibid. s. 404

²⁰⁴ Ibid. s. 368

²⁰⁵ Ibid.

²⁰⁶ Lego Andersen, 2014, s. 1, 4 og 5

²⁰⁷ Tvarnø og Nielsen, 2017, s. 253

²⁰⁸ Lego Andersen, 2014, s. 3

²⁰⁹ Andersen, 2021, s. 356

²¹⁰ Lego Andersen, 2014, s. 3

²¹¹ Ibid.

heraf kan undersøge, hvad parternes intentioner har været, og hvilken intentionsdybde der foreligger, som vil assistere domstolens fortolkning af MAC-klausulen yderligere.²¹² Der kan foreligge mange gråzoner i den indgåede aftale, som ikke regulerer eller specifikt udpensler, hvordan en omstændighed skal håndteres, hvilket kan være et resultat af, at parterne ikke har kunnet forudse, hvilke omstændigheder de kan forvente at stå over for.²¹³ Domstolene kan som følge af fortolkningen af intentionsdybden afdække kontrakten ved en helhedsvurdering. Ved vurderingen heraf skal undersøgelsen omfatte kontraktens struktur og sproglige præcisering, samt om formuleringen af klausulen er udformet som følge af en individuel og grundig behandling eller blot som en standardiseret MAC-klausul.²¹⁴ Foruden undersøgelsen af intentionsdybden udgør parternes handlinger både før og efter aftaleindgåelsen et væsentligt moment, som bør inddrages ved udlægningen af MAC-klausulen. Ifølge intentionsdybden dannes et billede, som illustrerer parternes forståelse af aftalen samt den tilsigtede betydning af klausulen, som kan belyses ved brug af specifikke fortolkningsmomenter.²¹⁵ Hvis formuleringen for parternes MAC-klausul er udformet som en standardiseret klausul, vil det efterlade domstolene til at kunne fortolke frit, hvilket også resulterer i en udvidet handlefrihed.²¹⁶ En MAC-klausul, som indeholder generelle formuleringer, vil give domstolene udfordringer ved tvistløsning, fordi der netop vil være tale om standardiserede formuleringer, som ikke nødvendigvis kan anvendes i forbindelse med det opståede problem. Herunder vil parternes konciperede definition for, hvornår der er indtrådt en *materiale adverse change*, ikke anses for tilstrækkeligt dækkende eller udtømmende, hvorfor der dannes gråzoner samt en uklarhed omkring, hvornår fortolkningsmomenterne skal anvendes. Der foreligger et behov, som lægger op til, at MAC-klausulens ordlyd skal afdække relevante omstændigheder, der kan forekomme, hvilket også vil hjælpe domstolene med at afgøre, hvornår der vil være indtrådt en *materiale adverse change*.²¹⁷ En mere individuel og grundig klausul desto bedre, og mere fordelagtig for de involverede parter i forbindelse med domstolens fortolkning og afgørelse.²¹⁸

²¹² Andersen og Madsen, 2017, s. 380

²¹³ Lego Andersen, 2014, s. 4

²¹⁴ Ibid.

²¹⁵ Ibid. s. 5

²¹⁶ Ibid. s. 4

²¹⁷ Gilson og Schwartz, 2004 s. 357

²¹⁸ Ibid.

Det findes relevant at analysere og fortolke følgende elementer af MAC-klausulen:

1. Hvordan formuleringen i ”(...) *be reasonably expected to have a material adverse effect on* (...)”²¹⁹ skal fortolkes og udgør fundamentet for vurderingen af, hvornår en *material adverse change* anses for at foreligge.
2. Hvordan formuleringen i ”(...) *material adverse effect on the business, assets, financial results of the company (taken as a whole) (...)*”²²⁰ skal fortolkes med henblik på at fastlægge, hvad omstændigheden skal påvirke forinden det betragtes for at udløse klausulens retsvirkning.

Den danske oversættelse af *material adverse effect* er *væsentlig negativ virkning* (herefter MAE). MAE beskriver den *væsentlige negative virkning* der kan opstå ved target's drift, finansiell position og forpligtelser. I praksis anvendes MAE og MAC oftest i forbindelse med hinanden, men ved udformningen af kontrakten vil de have særskilt betydning.²²¹

I den følgende analyse tages der afsæt i de to fokusområder for analysen, og det undersøges, hvornår der er indtrådt en *material adverse change* som følge af en *material adverse effect*.

4.3.1.1 AD 1: Objektiv analyse af *material adverse change*

I dette afsnit ses der nærmere på, hvordan formuleringen ” (...) *be reasonably expected to have a material adverse effect on* (...) ” har betydning for vurderingen af *material adverse change*.

Ved anvendelsen af den juridiske ordbog vil uddraget af citeringen oversat til dansk være:

”*reasonably*” oversættes til ”*med rimelighed*”.²²² Oversættelsen af ”*expected to have*” vil være ”*forventes at have*”. Samtidig vil oversættelsen af ”*a material adverse effect on*” være en ”*væsentlig negativ indvirkning på*”. Den sammenlagte oversættelse bliver følgende: ” (...) *med rimelighed forventes at have en væsentlig negativ indvirkning på* (...) ”. I den videre analyse tages der afsæt i oversættelsen i forbindelse med at undersøge, hvordan denne formulering påvirker vurderingen af, om en *material adverse change* er indtrådt.

²¹⁹ Ordlyden af den tilsendte og anvendte MAC-klausul

²²⁰ Ordlyden af den tilsendte og anvendte MAC-klausul

²²¹ Gilson og Schwartz, 2004, s. 358-359

²²² Frandsen, 2005, s. 161

Et afgørende element for vurderingen af, hvornår der foreligger en *material adverse change* baserer sig på, hvilken aktør der har de nødvendige kompetencer til at foretage sådan en vurdering. Ved den danske oversættelse af ordlyden, som indgår i klausulen ” (...) *med rimelighed forventes*”, vil vurderingen blive foretaget på et objektivt grundlag, da kravene for, hvornår en omstændighed udløser en *material adverse change*, baseres på objektive forhold. I forbindelse hertil vil det være op til domstolene at vurdere forholdet, hvilket kan anses at være til fordel for sælger.²²³ En opfyldelse heraf kan følge en vurdering foretaget på et subjektivt grundlag, som ikke tilskrives domstolenes vurdering. Dette vil være muligt, hvis det i klausulen udtrykkes, at køberen tillægges beføjelsen til at foretage vurderingen. Købers subjektiv vurdering, kan anses at være til fordel for køberen.²²⁴ Ved denne vurdering udført på et subjektivt grundlag kan ordlyden eksempelvis være ” (...) *In the opinion of the buyer be expected to have a material adverse effect on (...)*”.²²⁵ Derfor vil det findes relevant at undersøge, hvordan domstolene vil afgøre, om der er indtrådt en *material adverse change* i forbindelse med en objektiv fortolkning af ” (...) *med rimelighed forventes*”. Det findes relevant at undersøge, hvad der er indforstået med ordet ”*reasonably*”, og hvilke objektive krav der stilles i denne forbindelse. I dansk retspraksis findes dommen U 1994.698/2 H til at tydeliggøre, hvad der forventes af en professionel part.

Sagsøger: Sten Rasmussen m.fl. (herefter Sten)

Sagsøgte: Nordania Leasing A/S (herefter Nordania)

Nordania solgte i 1988 en virksomhed til Sten, som efter omkring halvandet år i købers ejerskab endte med at gå konkurs. Nordania havde forinden den endelige closing nægtet Sten adgang til at foretage en due diligenceundersøgelse, hvormed det endte med, at køberen ikke foretog nogen nærmere undersøgelser inden købet. I perioden, hvor parterne stadig forhandlede virksomhedskøbet, blev køberen informeret om, at virksomheden i en længere periode ikke havde kunnet opfylde sine budgetmæssige forpligtelser, samt at bestyrelsen ikke ville stå til ansvar for korrektheden for det udleverede materiale, som var helholdsvist budget- og regnskabsoplysninger. Sten mente, at der var blevet modtaget urigtige oplysninger om selskabets økonomiske forhold, og at det, som var blevet fremvist, var et målsætningsbudget og ikke det reelle budget. Derfor mente Sten, at virksomhedens drift var betydelig ringere stillet end forventet. Sten nedlagde påstand om ophævelse og påkrævede et tilbagebetalingsbeløb på 33.100.000 kr., som subsidiært var et mindre beløb end, hvad retten havde

²²³ Tamasauskas, 2019, s. 2

²²⁴ Ibid.

²²⁵ Ibid.

vurderet. Nordanias påstand var frifindelse mod betaling af et mindre vederlag. Herunder påstod Nordania, at Sten var blevet informeret omkring virksomhedens økonomiske forhold. Højesteret endte med at stadfæste Østre Landsrettens dom, som frifandt Nordania for kravet fra købers ophævelse, herunder også for erstatningsansvar.

Selvom Højesterets vurdering ikke tog stilling til, hvad der omfattes af *''reasonably''*, kan der indhentes relevant bidrag til emnet fra Østre Landsrets dom og præmisserne heri.

Det følger af Østre Landsrettens præmis: *'' (...) sagsøgerne, som efter deres forklaringer er forretningsfolk med betydelig erfaring med hensyn til investering i stor målestok, har været indstillet på i meget vidt omfang at stole på egne forretningsmæssige vurderinger og villige til at løbe risiko. ''*

I præmissen tillægger Østre Landsret vægt på, at en køber, som er professionel, har været indforstået med den risiko der forelå i forbindelse med en investering af sådan en stor målestok. Herunder burde en professionel køber bemærke advarselssignalerne og foretage nærmere undersøgelser. For at finde ud af, om en køber af samme karakter ville have handlet på samme måde, skal der foretages en objektiv vurdering, der undersøger, hvordan en tilsvarende køber forventes at agere i en lignende virksomhedsoverdragelse i et tilfælde med samme omstændigheder. Domstolene vil undersøge, om en anden køber med tilsvarende indsigt havde betragtet omstændigheden for at udløse en *væsentlig negativ ændring*.

Ordlyden *''reasonable person''* anvendes og udtrykkes i den internationale købelov CISG art. 8(2) og (3).²²⁶ Art. 8(2) lægger op til, at tilkendegivelser, som er afgivet af den ene part, skal fortolkes i henhold til samme opfattelse, som en *''reasonable person''* (oversat til dansk *''fornuftig person''*) havde besiddet under samme forhold og omstændigheder. Det påpeges, at CISG ikke regulerer kontraktforholdet, og derfor anvendes bestemmelsen kun til at give et indblik og en forståelse af begrebet *''reasonable''*. Begrebet *''fornuftig person''* er ikke defineret i CISG, men det findes stadig muligt at præcisere, hvordan personen bør handle i forbindelse med den objektive fortolkning. Det objektive element består i, at domstolene vurderer, hvad en fornuftig køber med tilsvarende kendskab burde have forstået, under samme omstændigheder, forhandlinger mellem parterne, praksis, som er etableret indbyrdes, sædvaner samt parternes efterfølgende handlinger, jf. CISG art. 8(3).²²⁷ Herunder findes det lige så væsentligt at inddrage viden vedrørende det relevante marked.²²⁸ Baseret på den

²²⁶ CISG anvendes kun som fortolkningsbidrag, hvilket er nævnt i afgrænsningen, jf. afsnit 1.5.

²²⁷ Lautenschlager, 2007, s. 262

²²⁸ Ibid.

ovenstående analyse af køberen og de inddragede elementer vil sådan en individuel fortolkning udgøre et subjektivt skøn.

På baggrund af ovenstående analyse er det fastslået, at ved undersøgelsen af, om der er indtrådt en *material adverse change*, vil domstolene skulle anvende den objektive fortolkningsmetode og herunder anvende de objektive kriterier, såsom ”(...) *be reasonably expected to* (...)”.

Hvis domstolene pålægger lignende fortolkning af ”*reasonable*”, skal der foretages en vurdering af, om den indtrådte omstændighed udløser MAC-klausulens retsvirkning. Herefter skal denne vurdering foretages i henhold til, hvad en ”*fornuftig person*” eller fornuftig køber ville gøre med tilsvarende kendskab under samme omstændigheder, parternes forhandling, praksis som er etableret indbyrdes mellem parterne, sædvaner, parternes efterfølgende handlinger samt kendskabet til det relevante marked.²²⁹

4.3.1.2 AD 2: Klausulens udløsning

Følgende analyse har til formål at undersøge, hvordan ”(...) *material adverse effect on the business, assets, financial results of the company (taken as a whole)* (...)” bør opfattes, samt hvilken omstændighed der påkræves, inden der foreligger en udløsning af MAC-klausulens retsvirkning.

Indledningsvist kan den tilsvarende oversættelse af ”*business*” være omsætning eller forretning på dansk.²³⁰ Ordet ”omsætning” refererer til target’s samlede indtægt og herunder indtjeningsevnen, hvorimod forretning dækker over mange forskellige kerneaktiviteter i target.²³¹ Anvendelsesområdet for forretning er markant større, da target betragtes i sin helhed. Fortolkning af ordet ”*business*” spiller en væsentlig rolle for parternes retsstilling. Dette skyldes, at en objektiv fortolkning kan indskrænke ordets forståelse, som anses til fordel for sælger, hvorimod en bredere forståelse er til købers fordel. Hvis der fastlægges en indskrænket forståelse af ”*business*”, medfører det en begrænsning i købers mulighed for at træde tilbage fra den indgåede aftale i modsætning, en bredere forståelse. Ved anvendelse af den objektive fortolkning vil ordlyden af klausulen lægge op til, at der foreligger en indskrænket forståelse for, hvad der menes med ”*business*”. I forlængelse af klausulens ordlyd antyder det, at ”*business*” skal fortolkes således, at det fører til en indskrænkende forståelse grundet

²²⁹ Ibid.

²³⁰ Frandsen, 2006, s. 29

²³¹ Ibid.

formuleringen i den tilsendte klausul. Klausulens retsvirkning udløses såfremt en *væsentlig negativ ændring* har en påvirkning på target's forretning eller omsætning.

Ordlydens efterfølgende begreb er "*assets*". Den tilsvarende oversættelse vil være formuegoder eller aktiver.²³² I den videre undersøgelse vil det derfor være relevant at analysere, om begrebet "*assets*" skal fortolkes ud fra et regnskabsmæssigt perspektiv eller anses for et formuegode. Der foreligger nemlig en forskel i forbindelse med, hvornår klausulens retsvirkning vil blive udløst. Ud fra et regnskabsmæssigt perspektiv findes aktiver defineret i bilag 1C punkt 1-6 fra Årsregnskabsloven.²³³ Punkt 1 definerer aktiver ved følgende ordlyd: "*ressourcer, der er under virksomhedens kontrol som et resultat af tidligere begivenheder og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden*".²³⁴ Før en *væsentlig negativ ændring* kan anses for at have regnskabsmæssig effekt, skal omstændigheden værdiforringe target's materielle, immaterielle, finansielle anlægsaktier eller også have en effekt på tilgodehavende, likvider eller på target's varelager. Et formuegode findes også defineret i bilag 1 C punkt 1, og omfatter "*en ejendomsgegenstand*".²³⁵ En ejendomsgegenstand omfatter mange elementer, herunder target maskiner, køretøjer, kontor- og produktionsinventar, hvorfor der med større sandsynlighed vil være flere omstændigheder, der kan påføre en værdiforringelse på target. Der kan være tale om en computer eller et køretøj, hvis defekthed eller andet kan udløse en værdiforringelse, men ikke nødvendigvis konstituerer klausulens retsvirkning,²³⁶ som tillader køberen at kunne træde tilbage fra aftalen. En værdiforringelse af et aktiv vil alene ikke vil medføre en *væsentlig negativ ændring* på target's værdi.²³⁷ Ordet "*business*" kan således både oversættes til omsætning eller forretning. I henhold til, hvilken fortolkning der bør anvendes, er vanskelig at fastlægge, men det spiller en afgørende rolle for vurderingen af, hvornår en omstændighed kan udløse klausulens retsvirkning. Fokusset kunne være rettet mod parternes intention, som bør have forrang over aftalens ordlyd.

Det tredje led i sætningen er "*financial results of the company*", hvor en tilsvarende oversættelse vil være "*virksomhedens økonomiske resultater*".²³⁸ Ved en objektiv fortolkning af ordene "*financial results*" fører det til en opfattelse af, at der ikke må have opstået en omstændighed, som udgør en

²³² Frandsen, 2006, s. 17

²³³ Årsregnskabsloven), jf. lovbekendtgørelse nr. 1580 af 10. december 2015, som ændret ved lov nr. 1547 af 13. december 2016, lov nr. 665 af 8. juni 2017, lov nr. 1716 af 27. december 2018 og lov nr. 445 af 13 april 2019.

²³⁴ Årsregnskabsloven Bilag 1 C, punkt 1.

²³⁵ Ibid.

²³⁶ Hansen og Lundgren, 2019, s. 292

²³⁷ Ibid.

²³⁸ Frandsen, 2006, s. 21

væsentlig negativ ændring på target's "*financial results*." Ordet "*results*" kan fortolkes som virksomhedens årlige resultat.²³⁹ Årets resultat fremgår af resultatopgørelsen, hvor man ved tallet kan udlede virksomhedens indtjeningssevne, da omkostningerne er fratrasket fra indtægter. Såfremt der foreligger en *væsentlig negativ ændring* på target's årlige resultat kan dette udløse klausulens retsvirkning.

Det sidste led af sætningen "*taken as a whole*", vil på dansk oversættes til "taget som helhed".²⁴⁰ Denne formulering er noget mere uklar og kan give anledning til tvivl. Som nævnt ovenfor vil en defekt computer eller et defekt køretøj som udgangspunkt udløse en værdiforringelse, men ikke nødvendigvis konstituere klausulens retsvirkning.²⁴¹ Sætningens sidste led "*taken as a whole*" skal derfor statuere en vis bagatelgrænse, hvilket ikke præciseres i klausulens ordlyd.

Baseret på ovenstående vil det som følge af den objektive fortolkning føre til en opfattelse af, at enhver *væsentlig negativ ændring*, som påvirker et af de angivne områder, kræves at være så omfattende, at det påvirker target som helhed. Herunder kræves det, at der foreligger en enhedsbetragtning af target, inden klausulens retsvirkning udløses.

4.4 Udenlandsk retspraksis

Inden køber kan påberåbe sig MAC-klausulen, skal der være opstået en udløsning af *material adverse change*. Det betyder også, at den indtrådte omstændighed skal udgøre en *væsentlig negativ ændring* som påvirker et af de angivne områder, inden køber kan påberåbe sig klausulens retsvirkning. Ved vurderingen af, om der er opstået en værdiforringelse, vil vurderingsgrundlaget tage udgangspunkt i target's værdi, som fastsættes baseret på target's indtjeningssevne.

I dansk retspraksis findes der ingen afgørelser, hvor MAC-klausulen har været genstand for sagens bedømmelse.²⁴² Udenlandsk retspraksis vil derfor blive anvendt som fortolkningsbidrag og har derfor heller ingen præjudicerende virkning for de danske domstole. Det udenlandsk retspraksis er henholdsvis fra England, *WPP v. Tempus*, og USA, *IBP Inc. v. Tyson Foods Inc.* Civil law anvendes

²³⁹ Ibid.

²⁴⁰ Ibid. s. 23

²⁴¹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 292

²⁴² Stoltze og Svernlöv, 2005, s. 54

i Danmark, hvor England og USA anvender common law.²⁴³ Forskellen tydeliggøres i forbindelse med, hvad der udgør den primære retskilde. I Civil law udgør den primære retskilde lovgivning, som fastsætter samfundets regler. Her lægges der stor vægt på formålsfortolkning samt det at finde frem til, hvad parternes fælles interesse er. I modsætning hertil vil den primære retskilde for Common law være retspraksis og her tillægges en stor vægt på aftalens ordlydsfortolkning. Common law, anvender baggrundsretten i et mindre omfang. Til trods for, at der er forskel på, hvordan fortolkningsmomenterne vægtes, er der ikke en stor forskel på, hvordan kontraktfortolkning behandles af dommerne fra henholdsvis Civil og Common law lande.²⁴⁴

Analysens resultat skal alene belyse, hvilke fortolkningselementer en domstol kan fokusere på ved fortolkningen af en *material adverse change*.

4.4.1 WPP Group Plc v. Tempus Group Plc. (2001)

Sagsøger: WPP Group Plc. (herefter WPP)

Sagsøgte: Tempus Group Plc (herefter Tempus)

Sagen drejer sig om, hvorvidt sagsøgeren har mulighed for at påberåbe sig anvendelsen af MAC-klausulen over for den sagsøgte part. WPP annoncerede den 20. august 2001 et tilbud på samtlige aktiver i Tempus, som de ikke allerede ejede. Den 10. september 2001, dagen før terrorangrebet i USA, offentliggjorde WPP sit overtagelsestilbud. Den 17. september foretog WPP et aktiekøb på ca. 3% af Tempus aktiekapital, hvilket sammen med de aktier, de allerede ejede, gav WPP en ejerandel på 25% i Tempus. WPP ønskede, at det engelske *Takeover panel* ville vurdere om WPP måtte træde tilbage fra aftalen som følge af terrorangrebet samt Tempus' halvårsregnskab. WPP mente, at der var opstået nogle omstændigheder, som udløste en *material adverse change*. Det engelske *Takeover panel* vurderede, at WPP ikke kunne påberåbe sig MAC-klausulen samt anførte at: "*The Panel considers that a change in economic, industrial or political circumstances will not normally justify the withdrawal of an announced offer.*"²⁴⁵ Det engelske *Takeover panel* mente også, at ikke enhver overdragelse vil være ligeså fordelagtig som andre, hvilket kan skyldes, at markedet er mere volatilt, hvorfor parterne må acceptere, at der kan opstå ændringer mellem signing og closing.²⁴⁶

²⁴³ Schiersing, 2014, s. 5

²⁴⁴ Ibid.

²⁴⁵ The Takeover Panel 2001/15, s. 7

²⁴⁶ Ibid. s. 6

4.4.2 IBP Inc v. Tyson Foods Inc. (2001)

Sagsøger: IBP Inc. (herefter IBP)

Sagsøgte: Tyson Foods Inc. (herefter Tyson)

Sagen omhandler virksomhedernes retstilling. Delaware Chancery Court afsagde d. 15. juni 2001 dom om en bred formuleret MAC-klausul, som parterne havde indgået. Virksomheden Tyson var på daværende tidspunkt en af de større fjerkræsprøducenter i USA. Tyson og Smithfield, som er USA's største svinekødsprøducent, begyndte begge at undersøge mulighederne for at opkøbe IBP. IBP var på daværende tidspunkt den største oksekødsprøducent i USA. Ved købet af IBP mente Tyson, at der var mulighed for at få en dominerende position på markedet samt skabe en virksomhed, som på globalt plan var førende inden for produktion af kød. Virksomheden Smithfield var også interesseret i IBP, og begge virksomheder begyndte at fremsende bud. Det endte med, at Tyson, efter en due diligence-undersøgelse, underskrev aftalen på trods af de fejlagtige forhold, som blev fundet hos IBP. Aftalen mellem parterne indeholdt en bred og generel formuleret MAC-klausul.

Efter aftalen var indgået, oplevede IBP en økonomisk nedgang, som blandt andet var forårsaget af markedets prisstigning på dyrs foder. Efter IBP's økonomiske nedgang påstod Tyson, at IBP's købesum var for høj. Tyson påstod ydermere, at der var opstået en *væsentlig negativ ændring* mellem signing og closing og nægtede closing. IBP nedlagde påstand om, at virksomheden ikke havde været påvirket af en *væsentlig negativ ændring*. Domstolene pointerede, at Tyson ved at nægte closing havde brudt sine forpligtelser. Den økonomiske nedgang påvirkede hele branchen og ikke kun IBP. IBP havde haft en 64% økonomisk nedgang på driftsresultatet (EBIT) i første kvartal sammenholdt med samme tal fra 2000.²⁴⁷ Domstolens vurdering fastslog, at Tyson ikke fik ret til at træde tilbage fra aftalen, fordi der ikke var fundet belæg hertil. IBP fik medhold i sagen.

4.4.3 Sammenfatning af dommene

Ved domsanalysen af WPP v. Tempus kan det udledes, at på trods af et terrorangreb anførte det engelske Takeover panel ikke, at der ville være tale om en længerevarende påvirkning eller værdiforringelse på target's fremtidige indtjeningsevne. Herunder blev der lagt vægt på, at i et volatilt marked kan priserne ændre sig ofte, hvilket parterne må acceptere.

²⁴⁷ IBP-dommen, s. 42

Domsanalysen af IBP v. Tyson illustrerer, at en økonomisk nedgang på driftsresultatet (EBIT), som udgjorde 64% sammenholdt med forrige års kvartal, ikke blev anset som havende længerevarende påvirkning på target's indtjeningsevne, hvorfor det ikke udgjorde en *væsentlig negativ ændring*. Herunder blev der henvist til, at det længerevarende fald på target's indtjeningsevne skulle være af "*durationally-significant*" betydning.²⁴⁸ Med andre ord betyder dette også, at den *væsentlige negative ændring* skal have en længerevarende påvirkning på target's indtjeningsevne. Såfremt den indskrevne MAC-klausul er formuleret generelt og ikke specificerer, hvad der anses som værende af væsentlig ændring, kan køberen forvente, at der skal meget til, før det udgør en *væsentlig negativ ændring*.

Sagsøgerne fik i begge domme ikke ret til at påberåbe sig klausulens retsvirkning. Det kan heraf udledes, at de udenlandske domstole anlægger strenge vurderinger af, hvorvidt der er opstået en *væsentlig negativ ændring*, som har en længerevarende påvirkning på target's indtjeningsevne.

4.5 Juridisk delkonklusion

Den juridiske analyse havde til formål at undersøge, hvorvidt baggrundsretten tilstrækkeligt regulerer parternes retsstilling ved ikke at anvende en MAC-klausul. Konklusionen opdeles i to dele, henholdsvis analysen af: Baggrundsretten og anvendelsen af MAC-klausulen.

Baggrundsretten:

Baggrundsretten anvendes såfremt parterne ikke har fastlagt, hvorledes værdiforringelsen i target skal håndteres. KBL's principper anvendes analogt for virksomhedsoverdragelser. Ved den nærmere analyse af KBL afskærer loven købers mulighed for at træde tilbage fra kontrakten. Ydermere kan sælgeren blive pålagt et erstatningsansvar, hvis en intern ændring i target (endogen omstændighed) medfører en værdiforringelse, som skyldes sælgers manglende handling eller forsømmelse, jf. KBL § 42, stk. 2, 2. led. Køberen bærer ansvaret for eksogene omstændigheder, som omfatter udefrakommende forhold såsom makroøkonomiske ændringer og samfundsmæssige forhold, herunder krig, lovændringer mm.

Loyalitetsforpligtelsen og dens delforpligtelser medfører, at parterne skal overholde underretningspligten og samarbejdspligten. Ved brud på overholdelsen af underretningspligten og samarbejdspligten kan køberen påberåbe sig de almindelige misligholdelsesbeføjelser. Den loyale

²⁴⁸ Ibid.

oplysningspligt var ikke relevant for analysen, da pligten anvendes i den prækontraktuelle fase, hvorimod en værdiforringelse på target først opstår efter aftalens indgåelse. Ydermere har køberen mulighed for at anvende lempelsesreglerne, herunder AFTL's § 36 og forudsætningslæren. Man bør ikke anvende AFTL's § 36 til vurdering af, om det er urimeligt at gøre forholdet gældende, da realisering af en erhvervsmæssig risiko ikke begrunder bestemmelsens anvendelse. De kyndige parter har ved aftalens indgåelse haft mulighed for at fordele risikoen, hvorfor anvendelsen af AFTL's § 36 ikke bør ændre den aftalte risikoallokering. Ydermere ses det vanskeligt at anvende forudsætningslæren ved virksomhedsoverdragelser, fordi der er tale om professionelle parter, som reflekterer de høje krav, der stilles til dem. I forbindelse med det bør forudsætningslæren ikke anvendes til at ugyldiggøre overdragelsesaftalen. Baseret på ovenstående skaber baggrundsretten en usikkerhed for parternes retstilling, når der opstår en efterfølgende omstændighed, som værdiforringer target. Ydermere kan det udledes af ovenstående analyse, at baggrundsretten ikke er konfliktforebyggende.

Anvendelsen af MAC-klausulen:

Parterne har mulighed for at indskrive en MAC-klausul i overdragelsesaftalen. Herunder kan overdragelsen gøres betinget af, at der ikke opstår en *væsentlig negativ ændring* på target. Med andre ord kan closing gøres betinget af, at der ikke opstår en *væsentlig negativ ændring*. Hvis der opstår en værdiforringelse, som udgør en *væsentlig negativ ændring*, kan køberen træde tilbage fra aftalen. Det er vigtigt at klargøre, hvad der udgør og forstås af *material adverse change*. Hvis den indskrevne MAC- klausul ikke har defineret indholdet af *material adverse change* vil klausulen fremstå uklar, og domstolen få til opgave at klarlægge klausulens indhold. Parternes retsstilling udledes som følge af klausulens fortolkning og udfyldning, hvorfor en analyse af, hvad værdiforringelsen påvirker, vil være afgørende. Den tilsendte MAC-klausul rejser fire fortolkningsspørgsmål, som analyseres ved anvendelsen af den objektive fortolkningsmetode. MAC-klausulen anfører, at værdiforringelsen skal påvirke "*business, assets, financial results of the company (taken as a whole)*".²⁴⁹ Af ordet "business" blev det klarlagt, at en *væsentlig negativ ændring* ikke må påvirke target's omsætning eller forretning. Hvordan ordet "*business*" skal fortolkes, spiller en afgørende rolle for parternes retsstilling, da en indskrænket fortolkning er fordelagtig for sælger, hvorimod en bredere forståelse er til købers fordel. Ydermere blev det klarlagt at ordet "*assets*", både kan oversættes til et formuegode og et regnskabsmæssigt aktiv. Fortolkningen vil spille en afgørende rolle for parternes

²⁴⁹ Den tilsendte MAC-klausuls ordlyd

retsstilling. Hvis fortolkningen af ”*assets*” betragtes som et formuegode, vil der opstå en udvidelse af købers mulighed for at træde tilbage fra kontrakten i modsætning til en regnskabsmæssig forståelse. Det tredje fortolkningsspørgsmål angår ”*financial results of the company*”. Definitionen kan oversættes til virksomhedens økonomiske resultater, hvormed resultater kan fortolkes som virksomhedens årlige resultat. Årlige resultater fremgår af resultatopgørelsen, hvor man ud fra beløbet kan udlede virksomhedens indtjeningsevne. Det afgørende for vurderingerne vil bestå i parternes subjektive fortolkning af klausulen. Herunder vil vurdering af, hvorvidt der er indtrådt en *material adverse change*, bero på, en objektiv fortolkning for, hvad en ”*reasonable person*” ville gøre med tilsvarende kendskab under samme omstændigheder.

Der findes ikke dansk retspraksis, hvor MAC-klausulen har været genstand for sagens afgørelse. I forbindelse med dette er udenlandsk retspraksis anvendt, som fortolkningsbidrag og har derfor ingen præjudicerende virkning for danske domstole. Domsanalyserne belyser, hvad en domstol kan tillægge vægt på fortolkning af *material adverse change*. Det udledes af dommen IBP v Tyson, at inden en værdiforringelse udgør en *væsentlig negativ ændring*, skal den være *durationally-significant*, altså være af en længerevarende karakter, som er vedvarende. IBP’s driftsresultater var 64% lavere sammenholdt med tallene fra 2000 for samme periode. En vejledende bagatelgrænse / tærskelværdi før værdiforringelsen udløser en *material adverse change* skal udgøre mere end 64% for samme periode, samt være af længerevarende og vedvarende karakter. Det kan udledes, at de udenlandske domstole anlægger strenge vurderinger omkring, hvorvidt der er opstået en *væsentlig negativ ændring*, som har en længerevarende effekt på target’s indtjeningsevne.

På baggrund af analysen kan det konkluderes, at en MAC-klausul skal anvendes, hvis køberen ønsker muligheden for at træde tilbage fra aftalen i forbindelse med, at der opstår en værdiforringelse, som udgør en *material adverse change*.

Kapitel 5 Økonomisk analyse i et retsøkonomisk perspektiv

Del 1:

5.1: Indledning

Ved at indskrive en MAC-klausul i overdragelsesaftalen findes det relevant at undersøge parternes incitamenter. Parternes incitamenter påvirkes af domstolens fortolkning af den indskrevne MAC-klausul samt vil incitamenterne yderligere blive påvirket af risikoallokeringen. Hensigten er at finde

parternes effektiv incitaments fordeling. I ovenstående analyse blev det konkluderet, at hvis parterne indskrifter en MAC-klausul og ikke definerer *material adverse change*, vil domstolene skulle vurdere, hvornår der er opstået en værdiforringelse på target.

For kapitel 5, del 1 vil undersøgelsen bero på, hvorledes parterne bør koncipere en MAC-klausul. I kapitel 5, del 2 vil analysen klarlægge den effektive risikoallokering, herunder hvilke effekter allokeringen forårsager.

5.2: Inkomplette kontrakter

En overdragelsesaftale med en indskrevet MAC-klausul vil ud fra et retsøkonomisk perspektiv blive betragtet for at være inkomplet, såfremt *material adverse change* ikke er defineret.²⁵⁰ Teorien om inkomplette kontrakter anvendes i afhandlingen, da den belyser, at det ikke er muligt at udforme en kontrakt, som specifikt udpensler, hvad parterne skal gøre ved alle uforudsigelige situationer, hvilket fører til en kontrakt med ”huller”.²⁵¹ I den forbindelse opstår der ofte inkomplette kontrakter vis ordlyd er generelle og brede²⁵² grundet parternes manglende evne til at forudsige alle forhold.²⁵³ Sandsynligheden for, at klausulen regulerer den uforudsigelige omstændighed, er meget lille på grund af parternes begrænsede rationalitet. Det er svært at forudse, hvilke endogene og eksogene omstændigheder der indtræder, og ved at udforme dette i overdragelsesaftalen vil der skulle anvendes flere ressourcer, og det kan være en omkostningstung proces. Dette kan også skyldes, at kontrakten vil have ”huller”²⁵⁴ og vil ikke regulere alle omstændigheder.

Domstolene kan forbedre fortolkningen af den inkomplette kontrakt ved at tilføje vilkår, modificere eller udfylde kontrakten.²⁵⁵ Domstolenes fortolkning kan findes at være mere i overensstemmelse med parternes kontrahering af ex ante omstændigheder, hvis det var muligt at forudse omstændigheder, eller hvis parterne havde anvendt flere ressourcer til at koncipere en detaljeret overdragelsesaftale.²⁵⁶

Kontrakten kan være mere effektiv, når domstolene fortolker MAC-klausulen, da parterne i denne forbindelse minimerer deres omkostninger ved koncipering af MAC-klausulen. Der opstår også

²⁵⁰ Shavell, 2004, s. 293

²⁵¹ Ibid.

²⁵² Ibid.

²⁵³ Posner, 2005, s. 1606

²⁵⁴ Shavell, 2009, s. 299

²⁵⁵ Shavell, 2006, s. 289

²⁵⁶ Lando, 2018, s. 1

inkomplette kontrakter som følge af parternes opportunistiske adfærd. Sælger vil, alt andet lige, vide mere om target end køber. Denne fordeling af asymmetriske informationer kan give en part incitament til udnyttelse, hvilket resulterer i en skævvridning i parternes risikofordeling. Som følge af parternes opportunistiske adfærd vil en af parterne opleve et ”hold-up” problem, som opstår ved et afhængigt kontraktforhold.²⁵⁷ Et ”hold-up” problem er den situation, hvor en part udnytter modpartens afhængighed af aftalen i forbindelse med at der oftest er investeret betydelige ressourcer, som skaber en vis afhængighed, som derefter kan udnyttes.²⁵⁸ Der kan ved manglende informationsdeling opstå en udnyttelse, som medfølger, at parterne skal genforhandle aftalen, hvilket vil medføre, at køberen vil blive pålagt højere transaktionsomkostninger.²⁵⁹ Det kan ende med at blive så omkostningstungt for køberen, at parten ikke vil opleve en gevinst ved opkøbet af target og vil derefter forsøge at træde tilbage fra aftalen.²⁶⁰

5.3: Transaktionsomkostninger

Inden for den ny-institutionelle økonomi er transaktionsomkostningsteorien et centralt begreb ved undersøgelsen af agenternes adfærd. Agenterne er både begrænset rationel samt opportunistiske.²⁶¹ Agentens begrænsede rationalitet samt opportunistiske adfærd medfører, at agentens stillingtagen til alle omstændigheder umuliggøres, samt at det ved informationsdeling kan resultere i, at det videregives i en vildledende eller på en fordrejet måde, således at det forvirrer modparten.²⁶²

Transaktionsomkostningsteorien behandler omkostninger, som opstår efter indgåelsen af kontrakten, og heraf anvendes teorien også til en internalisering for at reducere omkostningerne.²⁶³ Oliver Williamson (1985) nævner at der forelægger forskellige ex post omkostninger i forbindelse med overdragelsesaftaler: 1) tilpasningsomkostninger, 2) forhandlingsomkostninger ex post, 3) drifts- og etableringsomkostninger, 4) bonding cost.²⁶⁴ Tilpasningsomkostninger beskriver de omkostninger, der opstår i forbindelse med justering af kontrakten. Forhandlingsomkostninger ex post omfatter de omkostninger, der opstår i forbindelse med at ændre eller tilpasse kontrakten således, at konflikten løses. Drifts- og etableringsomkostninger omfatter de omkostninger, der opstår i forbindelse med en domsafgørelse grundet en tvist mellem parterne. Herunder vil omkostningerne til en voldgiftssag også

²⁵⁷ Dyer og Singh, 1998, s. 664- 675

²⁵⁸ Ibid.

²⁵⁹ Knudsen, 2014, s. 168

²⁶⁰ Ibid.

²⁶¹ Knudsen, 2014, s. 213

²⁶² Williamson, 1985, s. 45

²⁶³ Williamson, 1985, s. 12

²⁶⁴ Ibid. s. 21

indgå.²⁶⁵ Afslutningsvist udgør ”bonding cost” de omkostninger, der bruges til sikring af, at kontrakten opfyldes. Teorien anerkender, at der er et samspil mellem ex ante og ex post omkostninger, hvorfor disse betragtes i sammenhæng med hinanden.²⁶⁶ De relevante transaktionsomkostninger betragtes at være: 1) tilpasningsomkostninger, 2) forhandlingsomkostninger, 3) bonding cost.²⁶⁷

I afhandlingens afsnit 5.2 blev det nævnt, at parterne kan have incitament til ikke at koncipere en komplet MAC-klausul og kontrakt, fordi det kan være for omkostningstungt, hvorfor parterne heraf bør afveje, hvad der er mest relevant for kontaktens indhold. Hvis parterne ikke anvender mange ressourcer i startfasen for aftaleindgåelsen, vil de ex ante omkostninger være lavere end ex post. Modsætningsvist vil ex ante omkostningerne være højere end ex post, hvis parterne anvender flere ressourcer i ex ante perioden. Dette begrundes med, at aftalen, herunder klausulen, vil være udpenslet samt definerer, hvad der udløser klausulens retsvirkning. Parterne kan være stillet bedre. Heraf kræves der ikke en domsretlig afgørelse.²⁶⁸ Ved en mere præcis formuleret kontrakt sænkes risikoen for eventuelle fejlfortolkninger af aftalens ordlyd, da domstolene tager udgangspunkt i aftalens ordlyd, herunder også parternes intentioner før aftaleindgåelsen.²⁶⁹ Selvom det kan være til fordel for parterne at koncipere en detaljeret og klar aftale og anvende flere ressourcer herpå, vil det ikke være muligt at regulere alle uforudsigelige forhold, hvorfor der alligevel vil opstå en inkomplet kontrakt. De høje ex ante omkostninger kan nu muligvis være højere end den forventede gevinst, hvilket medfører, at parterne ikke anser det incitamentsgivende at udføre en detaljeret og præcis kontrakt. Herunder kan det udledes at være mere effektivt for parterne at afholde så lave omkostninger ved aftalens indgåelse som muligt. Modsætningsvist kan det også være til fordel for køberen at afholde mange omkostninger ex ante, hvis der skaber en højere værdiskabelse ved en bedre risikoallokering mellem parterne, eller køber får mulighed for nedslag i købesummen.²⁷⁰

5.4: Sammenfatning

Baseret på ovenstående analyse kan parterne ikke forudsige alle omstændigheder, som kan udgøre en værdiforringelse af target og medføre at køber i den forbindelse vil træde tilbage fra aftalen. Heraf vil ex ante omkostningerne være rigtig høje, og det mest effektive for parterne vil være ikke at præcisere og bruge for mange ressourcer på udformningen af aftalen, herunder klausulen. Med andre ord er det

²⁶⁵ Der afgrænses fra voldgift, hvilket også er nævnt, jf. afsnit 1.5

²⁶⁶ Williamson, 1985, s. 29

²⁶⁷ Eide og Stavang, 2018, s. 131

²⁶⁸ Posner, 2005, s. 1608

²⁶⁹ Ibid. s. 1584

²⁷⁰ Posner, 2005, s. 1582-1584

mere effektivt for parterne at lade MAC-klausulen være inkomplet. Ved afholdelse af lavere omkostninger ex ante vil kontraktens vage formulering skyldes højere ex post omkostninger. Dermed skal parterne afveje, hvor mange ex ante omkostninger de vil afholde med det formål at minimere ex post omkostninger. Denne afvejning kan sikre parternes mest effektive udformning af kontrakten herunder MAC-klausulen. Parterne skal forsøge at kvantificere beløbene for de forventede omkostninger i henhold til både ex ante og ex post, som derefter vil udgøre de samlede transaktionsomkostninger. Dette er i sig selv en udfordrende og vanskelig opgave.

Del 2:

Som led i undersøgelsen om at finde parternes mest effektive niveau vil analysen klarlægge den effektive risikoallokering, herunder hvilke effekter allokeringen forårsager.

5.1 Principal-agent-teori

Ved principal-agent-teori (herefter PA-teorien) er der typisk altid et over- og underordningsforhold, henholdsvis mellem principalen og agenten.²⁷¹ Principalen kan påkræve, at agenten træffer valg på vegne af principalen. Teorien antager, at de involverede parter er risikoneutrale.²⁷² Det antages, at dette ikke altid vil være tilfældet, da principalen oftest har mere økonomisk stabilitet og sandsynligvis vil være mere risikoneutral i modsætning til agenten. I forhold til virksomhedsoverdragelser udgør forholdet mellem køber og sælger ikke over- og underordningsforhold, da sælger ikke træffer valg på vegne af køber, men blot sælger target. Sælger bibeholder kontrollen over target mellem signing og closing.²⁷³ Heraf vil sælger også skulle træffe beslutninger til en vis grad. Parternes forhold mellem signing og closing har karakter af et over- og underordningsforhold, hvor køberen vil være principalen, og sælger er agenten. PA-teorien tager udgangspunkt i, at principalen skal udforme kontrakten og fastsætte agentens vilkår. Dette afviges ved koncipering af overdragelsesaftalen, da begge parter er med til at fastsætte kontraktens ordlyd og vilkår. Det er vigtigt at tage stilling til parternes forhandlingsposition ved udformningen af en effektiv MAC-klausul. Et centralt element i PA-teorien er asymmetrisk information, som antager, at agenten besidder mere information end principalen, og at agenten kan maksimere sin egennytte.²⁷⁴ Asymmetrisk information medfølger to problemstillinger, henholdsvis moral hazard og for høje transaktionsomkostninger.

²⁷¹ Knudsen, 1997, s. 164-166

²⁷² Ibid. s. 164 og 171

²⁷³ Gilson og Schwartz, 2004, s. 346

²⁷⁴ Knudsen, 2014, s. 167-168

5.2.1 Moral hazard

Når parternes forhold udgør et PA-forhold, vil kontrakten typisk bære præg af asymmetrisk information. Dette kan påvirke parternes opfattelse af risikofordelingen, hvilket er problematisk. Som følge af asymmetrisk information er parterne ikke informeret om medkontrahentens handlinger. Principalen har i de fleste tilfælde ikke adgang til at observere agentens handlinger, hvilket medfører, at principalen besidder mindre information om agentens handlinger.²⁷⁵ Agenten har dermed mulighed for at udnytte dette ved egen optimering, hvor der opstår en moral hazard problematik. Moral hazard kan benyttes som et værktøj til incitamentsstyring.²⁷⁶ Allokeringen af risikoen kan justere parternes interesse, hvilket kan reducere moral hazard.

5.2.2 Transaktionsomkostninger

I afhandlingens del 1 afsnit 5.3 udgjorde transaktionsomkostningerne koncipering og forhandling af kontrakten samt MAC-klausulen. Det findes relevant at undersøge transaktionsomkostningerne i forbindelse med PA-teorien. Teorien om transaktionsomkostninger anerkender, at der er et samspil mellem ex ante og ex post omkostninger, hvorfor disse betragtes i forbindelse med hinanden og udgør de samlede transaktionsomkostninger.²⁷⁷ Asymmetrisk information medfører ofte høje transaktionsomkostninger, hvilket vil være omkostningstungt for de involverede parter. Hvis overdragelsen af target ikke gennemføres, vil de afholdte omkostninger både ved ex ante og ex post gå tabt. Dette vil både være omkostningstungt samt ineffektiv. Analysens hovedformål er derfor at undersøge og klarlægge parternes effektive risikoallokering, herunder med hensyn til deres incitamenter.

5.3 Parternes risikoprofil

Parternes risikovillighed har indflydelse på den risikofordeling, som aftales i MAC-klausulen.

Der findes tre profiler til risiko: Risikovillighed, risikoaversion og risikoneutralitet.²⁷⁸ Der redegøres først for de forskellige tilgange til risiko. Efterfølgende vil parternes enkelte risikoprofil blive analyseret.

Den risikovillige aktør kendetegnes ved at være mere villig til at tage større risiko. Aktørens beslutningsproces accepterer usikkerheden, samt at der kan forekomme et potentielt tabt. Denne

²⁷⁵ Ibid. s. 164

²⁷⁶ Ibid. s. 168

²⁷⁷ Williamson, 1985, s. 29

²⁷⁸ Shavell, 2003, kap. 5, s. 3

aktører vurderer, at fordelene opvejer ulemperne. En risikovillige aktør motiveres af usikre valg, da der her kan opnås større økonomisk gevinst.²⁷⁹

En risikoavers aktør kendetegnes ved at foretrække at minimere risikoen samt usikkerheden. Denne type aktør prioriterer stabilitet og sikkerhed højere end muligheden for at opnå større økonomisk gevinst. Ved høj risikoaversion vil denne aktør påkræve kompensation, og beløbet stiger i takt med højere risiko.²⁸⁰ Hvis aktørens marginalnytte af penge formindskes i takt med, at formuen forøges, vil der være tale om en risikoavers aktør.²⁸¹ Hvis et tab er af væsentlig betydning i forhold til aktørens formue, har det for en risikoavers aktør en indvirkning på nytten.²⁸² Ved koncipering af kontrakten med et formål om at sikre incitamenterne for en risikoavers aktør skal fordelingen af incitamenterne gennemtænkes. Dette begrundes med, at hvis agenten giver principalen større incitament, vil principalen også blive pålagt større risiko.²⁸³ Det findes relevant for parterne at tage stilling til de fordele og ulemper, der opstår ved fordelingen af incitamenterne.

En risikoneutral aktør kendetages ved at være indifferent for risiko ved sin beslutningstagen. Denne aktør kræver ikke kompensation, når der påtages risiko.²⁸⁴ Hvis nytten ved to muligheder udgør det samme, vil denne aktør ikke have en præference for, hvilken mulighed der vælges. Det vil i praksis ikke være realistisk, at der er en aktør, som er risikoneutral.

5.3.1 Købers risikoprofil

Teorien betragter en virksomhed som værende risikoneutral, hvis virksomhedens ejere er veldiversificerede aktionærer.²⁸⁵ Har aktionærerne spredt deres portefølje, bør man ikke udtrykke bekymring om den pågældende virksomheds risiko.²⁸⁶ Såfremt der er tale om flere aktionærer, der alle har spredt deres portefølje, vil en økonomisk risiko nærmest være ubetydelig for dem. En aktionær vil blive anset som en risikoavers aktør, hvis risiciene ikke kan diversificeres.²⁸⁷ Selvom en virksomhed i de fleste tilfælde betragtes som risikoneutral, kan den også blive anset for at være

²⁷⁹ Knudsen, 2014, s. 169

²⁸⁰ Ibid. s. 170

²⁸¹ Shavell, 2009, s. 258

²⁸² Ibid. s. 259

²⁸³ Knudsen, 1997, s. 170

²⁸⁴ Ibid. s. 170

²⁸⁵ Shavell, 2003, kap. 5, s. 2

²⁸⁶ Ibid. kap. 5, s. 2

²⁸⁷ Sykes, 1984, s. 1235

risikoavers. Dette skyldes virksomhedens ledelse og dennes beslutningstagen, som kan kendetegnes ved risikoaverse handlinger. Heraf vil virksomheden blive betragtet som værende risikoavers.²⁸⁸

En køber kan både være en fysisk eller juridisk person, oftest som enten et anparts- eller aktieselskab.

En erhvervsdrivende juridisk person antages for at være en risikoneutral aktør grundet risikospredningen. Den følgende analyse tager udgangspunkt i juridiske personer.

5.3.2 Sælgers risikoprofil

En sælger, som er erhvervsdrivende, har også mulighed for at sprede og diversificere sin risici, hvorfor denne vil være risikoneutral.²⁸⁹ Når target sælges, kan en opdeling mellem virksomhedens ledelse og aktionærerne indtræde, hvilket skyldes, at den interne ledelse ikke nødvendigvis kan fortsætte sin drift efter target opkøbes. Ved opkøb af target kan der indsættes en ny bestyrelse, som udgør den nye ledelse. Heraf vil der opstå en interessekonflikt mellem ledelsen og aktionærerne, men på generalforsamlingen er det aktionærerne, som træffer beslutningen om, hvorvidt kapitalandelene skal sælge.²⁹⁰ Man kan forene bestyrelsen og aktionærernes interesser ved at kompensere afskedigede bestyrelsesmedlemmer ved tilfælde af et opkøb af target, som ikke muliggør deres fortsættelse i virksomheden. Aktionærerne kan sikre, at ledelsen varetager deres interesser gennem incitamentsbaserede kontrakter.²⁹¹ Agenten kan være mindre risikoneutral end principalen grundet aktørens økonomiske tilstand.²⁹² I praksis kan det være urealistisk at antage, at begge parter er risikoneutral, dog antages dette i den videre analyse.

5.4 Effektivitet for risikoallokering mellem parterne

En risikoallokering bør fastsættes således, at den er effektiv for begge parter. Hvis risikofordelingen ikke er effektiv for parterne, vil de skulle re-allokere risikoen igen, hvilket kan medføre, at en part får mere nytte, uden det påvirker modpartens nytte.²⁹³ Der vil ved kontraktindgåelse altid være forbundet en vis risiko, hvilket skal allokeres til parten, som bedst kan håndtere risikoen.²⁹⁴ Risikoallokeringen bør tage hensyn til, hvorledes man kan holde omkostningerne lave ved at allokere til den part, som kan påtage sig denne, og vide, at de forventede omkostninger ved udførslen af risikoen vil være lave,

²⁸⁸ Shavell, 2003, kap. 5, s.2

²⁸⁹ Sykes, 1984, s. 1235

²⁹⁰ Ibid. s. 1234-1235

²⁹¹ Singh og Harianto, 1989, s. 10

²⁹² Sykes, 1984, s. 1235

²⁹³ Harris og Townsend, 1981, s. 33

²⁹⁴ Gilson og Schwartz, 2004 s. 330

eller besidder en informationsfordel vedrørende target.²⁹⁵ Ydermere vil parten med de færreste omkostninger ved pålæggelsen af risikoen udgøre den faktiske økonomiske byrde. Parten, som er mest risikoavers, vil ofte påtage sig den største økonomiske byrde, hvilket resulterer i, at størstedelen af risikoen bør allokere væk fra parten.²⁹⁶ Som følge af dette bør risikoen allokere til parten, som er nærmest til at forhindre eller forebygge risikoens indtrædelse.²⁹⁷ Parten, som får allokere risici, der er nærmest til at forhindre og samtidigt afholde lave omkostninger, kan påvirke incitamentsfordelingen på en positiv måde. Parterne kan som følge af dette tage proaktive skridt ved at foretage foranstaltninger, som kan nedsætte risikoen.²⁹⁸ Der opstår et asymmetrisk informationsforhold mellem parterne, når den ene part ved mere omkring target end modparten. Omkostningerne ved risikoens indtrædelse kan estimeres forskelligt baseret på parternes informationsniveau. Et eksempel på dette kan være, hvis en part er mere informeret end modparten og estimerer, at sandsynligheden for risikoens indtrædelse er lavere end modpartens estimat, vil den førstnævnte parts forventede omkostninger være lavere ved påtagelsen af risikoen, grundet højere informationsniveau. Den førstnævnte part bør heraf pålægges risikoen, da det vil være mest effektivt for parterne. Køber vil typisk indregne ukendte risici og justere købesummen, hvor sælgeren vil forsøge at reducere risici for at forøge købesummen. Uagtet købers due diligence kan køber stadig være usikker omkring virksomheden, hvilket fører til, at køberen vil indregne en risikopræmie i købesummen for at inddrage usikkerheden af uafdækkede risici.²⁹⁹ Sælgeren har typisk mere indsigt i target end køberen. For at reducere købers usikkerhed samtidig med at opnå en højere købesum, kan sælgeren afgive garantier og erklæringer vedrørende target's indre forhold.³⁰⁰ I forbindelse kan sælgeren opnå en højere pris.

Ifølge Posner og Rosenfield (1997) bør parterne allokere risikoen, inden det indtræder. Den aftalte risikoallokering må antages at blive håndhævet af domstolene, hvorfor kontraktuelle undladelser skal tildeles den part, der bedst kan påtage sig risikoen. Vurderingen af, hvem der kan være bedst til at påtage sig risikoen, beror på en vurdering af, hvilken part der enten kan forebygge risikoens indtræden, eller være bedst til at reducere omkostninger forbundet med risikoen ved brug af færreste ressourcer.³⁰¹ Den aftalte risikoallokering spiller derfor en vigtig rolle. Følgende analyse vil

²⁹⁵ Miller, 2009, s. 16

²⁹⁶ Sykes, 1984, s. 1235

²⁹⁷ Ibid.

²⁹⁸ Ibid. s. 1250

²⁹⁹ Hansen og Lundgren, 2019, s. 460

³⁰⁰ Ibid. s. 170

³⁰¹ Posner og Rosenfield, 1977, s. 90-92

undersøge, hvorledes en MAC-klausul allokerer risikoen, samt hvilke incitamenter der opstår mellem parterne.

5.5 MAC-klausulens risikoallokering

Parterne kan allokere risikoen for en efterfølgende omstændighed, som kan værdiforringe targetet ved at indskrive en MAC-klausul samt anvende carve-outs som indsnævrer MAC-klausulens anvendelsesområde. Parternes aftalte risikoallokering påvirkes af deres incitamenter, forhandlingsstyrke og eventuelle erstatningskrav.³⁰² Oftest vil parterne allokere risikoen, hvoraf sælger blive pålagt de endogene risici og køberen de eksogene risici.³⁰³ Såfremt køberen bliver pålagt de eksogene risici, vil det omfatte at blive pålagt risiko for force majeure, makroøkonomiske ændringer, lovændringer og samfundsmæssige forhold. De involverede parter er erhvervsdrivende, hvorfor køber i forvejen er udsat for eksogene risici, hvilket taler for, at køber vil have samme dømmekraft som sælger, hvilket begrundes, hvorfor sælger vil søge at pålægge køberen de eksogene risici. I den videre analyse vil det blive belyst, hvorvidt denne risikoallokering er effektiv for parterne.

5.5.1 Risikoallokering af endogene risici

De endogene risici, som nævnt i afhandlingens afsnit 2.2.2.1, omhandler de forhold, som opstår internt i virksomheden. De er forbundet med virksomhedens drift, struktur, opsigelse af medarbejder, mistet leverandører mm. Det antages, at der efter signing foreligger indikationer af endogene risici, hvoraf man bør foretage risikoafdæmpende foranstaltninger. Det antages, at der bør træffes foranstaltninger med det formål at begrænse både risikoen samt tabet, hvorfor parten med laveste omkostninger ved udførelsen af foranstaltningerne bør pålægges risikoen. Dette vil kun findes hensigtsmæssigt, hvis parterne ønsker at værdimaksimere kontraktbestemmelsen.³⁰⁴ Angående hvilken part der pålægges risikoen, beror det på en vurdering af risikovurderingsomkostninger og transaktionsomkostninger. Risikovurderingsomkostninger omfatter omkostningerne ved at estimere risikoens sandsynlige indtræden og det heraf følgende tab. Ifølge Posner og Rosenfields (1977) har sælgeren stadig kontrollen over targetet mellem signing og closing, hvilket gøre det nemmest og mindst omkostningsfuldt for parten at udføre risikobegrænsende foranstaltninger. Sælger ved mere om de interne forhold i targetet, end køber gør. Det vil være svært at pålægge køberen de endogene risici, hvis

³⁰² Antagelsen som følge af risikoprofilen risikoavers.

³⁰³ Dette er den typiske opdeling i litteraturen, jf. Patschureck, 2015, m.fl.

³⁰⁴ Posner og Rosenfield, 1977, s. 89

parten ikke har nemmest ved at udføre risikoafdæmpende foranstaltninger, herunder ikke har samme kendskab til target's interne forhold, som sælgeren har. Ydermere har sælger større incitament til at afdæmpe værdiforringelsen af target end køber. Dette skyldes, at hvis target værdiforringes på grund af en endogen omstændighed, har køber mulighed for at træde tilbage fra kontrakten. Herefter vil sælgeren have større incitament for at afdæmpe værdiforringelsen samt forhindre tabet.

5.5.2 Risikoallokering af eksogene risici

De eksogene risici er de forhold, som ikke skyldes parternes forsømmelse eller manglende handling, men tværtimod omstændigheder som er udefrakommende. Ifølge Gilson og Schwartz (2004) bør de eksogene risici allokeres til køberen.³⁰⁵ Dette begrundes med, at køber er den langsigtede ejer af target³⁰⁶, og et eventuelt fald i target's værdi efter closing kun pålægges køberen. Køberen har derfor også større incitamenter end sælgeren for at foretage risikoafdæmpende foranstaltninger, hvorfor køberen bør pålægges de eksogene risici.³⁰⁷

5.5.3 Andre betragtninger

Det blev konkluderet, at eksogene risici bør allokeres til køberen. Da sælgeren stadig har kontrollen over target mellem signing og closing, vil køberen skulle handle gennem sælger.³⁰⁸ Baseret på dette opstår der en mulighed, hvor parterne kan koordinere deres handlinger, hvorved risikoen af de eksogene risici stadig er pålagt køberen. Selvom køberen har udført en due-diligence undersøgelse af target, vil der stadig være asymmetrisk information mellem parterne. Den asymmetriske information kan medføre, at der opstår et moral hazard problem ved en eksogen omstændighed, hvilket kan skyldes, at parten, som er nærmest til at bære risikoen, ikke pålægges denne. Køberen bør derfor observere sælgers adfærd, men dette er vanskeligt fordi køberen, som værende den risikobærende part for de endogene risici, vil ikke kunne verificere, at sælger har handlet som aftalt.³⁰⁹ Dette kan være problematisk, da køber ikke kan kontrollere, at sælger udfører de afdæmpende foranstaltninger som aftalt.

³⁰⁵ Gilson og Schwartz, 2004, investeringsteori, kaldet "Investment theory", som antager, at parterne er risikoneutrale aktører. Teorien er ikke nærmere behandlet i afhandlingen, hvorfor der afgrænses fra andet indhold.

³⁰⁶ Gilson og Schwartz, 2004, s. 346

³⁰⁷ Ibid. s. 337 ff.

³⁰⁸ Ibid. s. 346

³⁰⁹ Eisenhardt, 1989, s. 60

Begge parter kan reelt set bære de eksogene risici.³¹⁰ Sælgers har en fortsat kontrol over target indtil closing og besidder antagelsesvist også størst kendskab til target's indre forhold. Sælger ved også mere om target's passiver og aktier, samt hvor sårbar virksomheden er ved indtrædelse af eksogene omstændigheder.³¹¹ Baseret på dette samt med hensigt på at minimere omkostninger kan det være mest effektivt at pålægge sælgeren de eksogene risici fremfor køberen. Når det angår en generel eksogen omstændighed, som påvirker target, eksempelvis konjunktursvingninger, kan køber anvende sin erfaring og viden til at håndtere sådan et forhold, medmindre købers viden ikke kan anvendes grundet en ændring i branchen, som parten ikke har meget erfaring indenfor. Baseret på ovenstående vil det ud fra et informationsniveau om target være sælgeren, som antages at være bedst til at foretage tabsnedsættende foranstaltninger for både de endogene og eksogene risici. Køberen bør pålægges de generelle eksogene omstændigheder. Hvorvidt denne fordeling findes rimelig, kan diskuteres. Ydermere vil det ud fra et omkostningsminimeringssynspunkt være parten, som er mest risikoneutral, der bør pålægges de eksogene risici. Hvis parterne nærmere er risikoaverse, bør de indbyrdes fordele risikoen.

5.6 Genforhandling

Såfremt target bliver udsat for en eksogen eller endogen omstændighed, kan parterne enten: 1) genforhandle aftalen, 2) gennemføre den oprindelige aftale eller, 3) nægte closing, såfremt omstændigheden udløser en *væsentlig negativ ændring* på target. Den risikoallokering, som parterne har aftalt sig til, vil påvirke deres incitament til genforhandling, såfremt target udsættes for en værdiforringelse. Ifølge Gilson og Schwartz menes det, at parterne vil have incitament til at genforhandle kontrakten og target's købesum, såfremt værdien af den samlede enhed, som udgør target og købers eksisterende virksomhed sammenlagt efter closing, er større end parternes stand-alone value lagt sammen.³¹² ³¹³ Køber kan nægte closing, hvis den sammenlagte virksomheds værdi er lavere end parterne stand-alone-value sammenlagt.³¹⁴ Der er altid mulighed for at genforhandle aftalen, såfremt begge parter har incitament til det. Hvis de eksogene risici pålægges køberen, vil sælgeren afhænde target til den aftalte købesum, selvom target har været udsat for en

³¹⁰ Gilson og Schwartz, 2004, s. 346

³¹¹ Choi og Triantis, 2012, s. 860

³¹² Gilson og Schwartz, 2004, s. 346

³¹³ Dette er fra en værdiansættelsesmetode, som bestemmer virksomhedens værdi inden closing, som heller ikke tager hensyn til synergier efter closing.

³¹⁴ Den sammenlagte virksomhed udgør tilsammen købers eksisterende virksomhed og target efter overdragelsen, såfremt transaktionen gennemføres.

værdiforringelse, som skyldes en eksogen omstændighed. Dette vil ikke give sælgeren et incitament til at genforhandle aftalen, og køberen skal heraf bære hele tabet. Hvis de endogene risici pålægges sælgeren, medvirker det til, at begge parter har incitament til at genforhandle aftalen. Køber vil således have incitament til at genforhandle aftalen ved enhver omstændighed, som udsætter target for en værdiforringelse. Køber har mulighed for at træde tilbage fra aftalen, hvilket vil have en indvirkning på sælgers overvejelser omkring genforhandling. Hvis genforhandling ikke vælges af parterne, vil konflikten skulle afgøres hos en domstol. En retssag er omkostningstung, og der vil altid være usikkerhed omkring, hvilken part der får medhold. Afgørelsen vil give medhold til en af parterne, hvorfor sælgeren vil mere villig til at indgå en genforhandling om target's købesum fremfor at skulle gå igennem en retssag, også selvom værdiforringelsen ikke udgør en *material adverse change*. Sælgeren vil dog altid forsøge at kalkulere chancen for at vinde retssagen, og hvis det kan udledes, at det vil være mere fordelagtigt at indbringe sagen for retten, vil dette klart vælges.

MAC-klausulen anvendes derfor ikke kun som et værktøj, der tillader køberen under visse forhold, at træde tilbage fra aftalen, men anvendes også som et redskab af køberen til at genforhandle aftalen, som ikke længere er profitable.

5.7 Target's flere bundlinjer

Ved anvendelsen af de objektive regnskabsmæssige begreber dannes grundlaget for vurderingen om target's samlede værdi.³¹⁵ Som følge af disse begreber kan de være med til at præcisere indholdet af begrebet *material adverse change*. Det følger af den inddragede MAC-klausul, at et fald i "*financial results of the company*" kan udløse MAC-klausulens retsvirkning. De regnskabsmæssige nøgletal, som oftest anvendes til vurderingen af target's værdi, er EBIT eller EBITDA, altså de finansielle resultater. Andre bundlinjer kan også være med til at danne grundlag for vurderingen af target's værdi såsom de ikke-finansielle resultater og oplysninger. Som følge af stigende fokus på ESG og rapportering om bæredygtighed, samt EU's bestræbelse på at standardisere bæredygtighedsrapporteringen, trådte Corporate Sustainability Reporting Directive (herefter CSRD) i kraft. Visse elementer fra direktiver er implementeret i Årsregnskabslovens (herefter ÅRL) § 99 a. Bestemmelsen påkræver, at virksomheder i regnskabsklasse C og D får suppleret deres ledelsesberetning med en ikke-finansiell redegørelse vedrørende deres samfundsansvar.³¹⁶ Ligeledes

³¹⁵ Herman & Pioreck, 2010, s. 2

³¹⁶ ÅRL § 99 a, karnov note 279

følger flere krav, jf. ÅRL § 99 a, stk. 2, nr. 1-8 og ÅRL § 99 d. I takt med et stigende fokus på ESG-kravene kan der udføres en ESG DD-analyse af targetet. I KPMG's analyse af ESG-kravene ophæves 53% af overdragelsesaftalerne grundet et *material* fund fra ESG DD-analysen,³¹⁷ hvoraf 42% af køberne påkræver en reduktion i købesummen. Et eksempel på et *material* fund kan således være, hvis targetet har anvendt børnearbejde, vil dette stride imod den sociale dimension af ESG. ESG påkræver nemlig at virksomheder, respektere grundlæggende menneskerettigheder. Baseret på KPMG's analyse kan det udledes, at ESG kriterierne spiller en væsentlig rolle for gennemførelsen af transaktionen.³¹⁸ Således vil anvendelsen af den tredobbelte bundlinje være med til at danne grundlag for vurderingen af target's samlede værdi.

5.8 Sammenfatning

Den effektive risikoallokering bør allokeres således, at parten, som er bedst til at bære risikoen, har lavest omkostninger forbundet med afdæmpende foranstaltninger og har et højere informationsniveau af target's indre forhold bør pålægges risikoen. Den mest effektive risikoallokering fordeles således, at sælger bliver pålagt de endogene risici, og køberen pålægges de eksogene risici. Ved tilfælde af, at der opstår en endogen omstændighed, vil sælgeren være parten, som vil være bedst til at bære risikoen med hensyn til at udføre foranstaltninger, som både er afdæmpende samtidig med, at der afholdes færrest omkostninger grundet det høje informationsniveau vedrørende target. Allokeringen af de eksogene risici til køberen vil være med til at skabe et effektivt incitament, da køberen efter closing vil være den langsigtede ejer af targetet. Dog vil parternes risikofordeling påvirke deres incitament til en eventuel genforhandling ved en værdiforringelse af targetet. Såfremt køberen pålægges de eksogene risici, vil sælgeren ikke have incitament til at genforhandle, fordi sælgeren kan afhænde targetet til den aftalte købesum, hvorefter køberen skal bære hele tabet. Ydermere vil køberen skulle observere, at sælgeren foretager de afdæmpende foranstaltninger, hvilket er vanskeligt. I henhold til dette mener Gilson og Schwartz, at det findes mest hensigtsmæssigt at pålægge sælgeren de eksogene risici, der direkte knytter sig til targetet samt de endogene risici, da sælgeren stadig har kontrollen af targetet mellem signing og closing. Køberen vil således blive pålagt de generelle eksogene risici. Som følge af et stigende fokus på ESG og bæredygtighed kan nøgletal til værdisætning af targetet udgør de finansielle og ikke-finansielle resultater. Som følge af KPMG's analyse ophæves 53% af overdragelsesaftalerne

³¹⁷ KPMG, 2023, s. 9

³¹⁸ Ibid. s. 3-10

grundet et *material* fund fra ESG DD-analysen. Ved værdisætningen af target bør den tredobbelte bundlinje anvendes til at danne grundlag for vurderingen af target's samlede værdi.

5.9 Økonomisk delkonklusion

Det kan være tidskrævende og omkostningstungt at koncipere en overdragelsesaftale, hvorfor parterne ofte konciperer en kontrakt, som ikke regulerer alle omstændigheder. Dette kan være effektivt, da transaktionsomkostningerne sænkes ved en udarbejdelse af en inkomplet kontrakt, dog skal kontrakten ikke føre til tvivlsspørgsmål ved konfliktløsning. Parternes interesser bør tages i betragtning ved allokeringen af de endogene og eksogene risici. Det kan udledes, at parternes risikoprofiler spiller en betydelig rolle i forbindelse med allokeringen af risikoen. Parterne er antaget for at være risikoneutrale, hvilket også betyder, at de har større mulighed for at diversificere deres portefølje, så risikoen spredes. Med hensyn til det bør risikoen allokere til parten, som bedst kan bære risikoen. Den mest effektive risikoallokering fordeles således, at sælger både bliver pålagt de endogene og eksogene risici, hvor køberen pålægges de generelle eksogene risici. Allokering af risikoen er foretaget ud fra betragtningen om, at den part, som er nærmest og bedst til at bære risikoen, bør være den risikobærende part. Sælgeren vil, som den risikobærende part for eksogene risici have incitament til at foretage risikoafdæpende foranstaltninger for at minimere værdiforringelsen af target. Selvom køberen er den langsigtede ejer opstår der et moral hazard problem, hvis køberen pålægges de eksogene risici, hvorfor sælgeren bør bære risikoen for de eksogene foranstaltninger, som direkte knytter sig til target, hvoraf køberen bærer de generelle eksogene risici.

Kapitel 6: Konklusion

Såfremt parterne ikke indskrifter en MAC-klausul i overdragelsesaftalen, vil baggrundsretten regulere parternes retstilling. Ved en værdiforringelse af target mellem signing og closing vil køberen skulle bære denne risiko, medmindre den endogene omstændighed skyldes sælgers forsømmelse. Sælgeren vil således blive erstatningsansvarlig, jf. KBL § 42, stk. 2, 2.led. Det er vanskeligt for køberen at træde tilbage fra overdragelsesaftalen som følge af et brud på loyalitetsforpligtelsen og bristende forudsætninger. Købers rettigheder reguleres ikke i en tilstrækkelig grad ved anvendelsen af baggrundsretten. Parterne har ved aftaleindgåelse fordelt risikoen, hvorfor anvendelsen af AFTL's § 36 ikke bør ændre risikoallokering samt ikke anvendes. Parterne kan ved koncipering af aftalen

indskrive en MAC-klausul, som gør at closing betinges af, at der ikke indtræder en omstændighed som udgør en *material adverse change* herunder at target ikke udsætter for en værdiforringelse i perioden mellem signing og closing. Oftest vælger parterne ikke at definere *material adverse change*, hvilket fører til en vag formuleret MAC-klausul. En Mac-klausul har ikke været genstand for de danske domstoles behandling, hvilket skaber uklarhed samt usikkerhed for parternes efterfølgende retstilling. Klausulens uklare ordlyd medfører at der foreligger risiko for, at køberen får en uberettiget mulighed for at påberåbe sig MAC-klausulen, hvilket resulterer i at sælgeren anlægger en retssag mod køberen. I sidste ende vil parternes retsstilling bero på domstolens udfyldning og fortolkning af kontrakten. Det udenlandske retspraksis, som er behandlet i afsnit 4.4.1 og 4.4.2 argumenteres for, at domstolene kan anlægge en meget høj tærskelværdi for, hvornår en omstændighed udløser klausulens retsvirkning. Afgørelserne har ingen præjudiciel virkning, men kan anvendes som fortolkningsbidrag. Parterne kan i nogle tilfælde bevidst have valgt ikke at udforme en komplet klausul, som regulerer alle forudsigelige omstændigheder med hensyn til at minimere kontraheringsomkostninger ex ante, dog kan det resultere i høje konfliktomkostninger ex post. Ved en mere præciseret klausul kan parterne føle sig mere sikre, men dette medfører dog øgede omkostninger ex ante. Ved koncipering af aftalen kan parterne kvalificere *material adverse change* definitionen ved benyttelse af nøgletal, men herunder også via bæredygtighedsrapporteringen. Nøgletallene kan hjælpe med at afdæmpe den fortolkningsmæssige usikkerhed, når klausulen ikke indeholder en definition af *material adverse change*. Retsstilling mellem parterne afhænger af den aftalte risikoallokering. Hvis sælgeren pålægges al risiko, vil køberen have incitament til at tvinge sælgeren til at genforhandle købesummen. Parternes mest effektive risikofordeling vil være at pålægge køberen de generelle eksogene risici, hvoraf sælgeren bærer risikoen for de eksogene risici, som direkte knytter sig til target og de endogene risici. Denne fordeling skaber incitamentsforenelighed mellem parterne. Fordelingen findes effektiv, da køberen er den langsigtede ejer af target, og sælgeren vil være parten, som er nærmest til at foretage afdæmpende foranstaltninger mod endogene omstændigheder. Såfremt target udsættes for en eksogen eller endogen omstændighed, som værdiforringer target, kan parterne genforhandle aftalen. MAC-klausulen anvendes derfor ikke kun som et redskab, der tillader køberen i visse omstændigheder at træde tilbage fra aftalen, men anvendes også, som et redskab af køberen til at genforhandle aftaler, som ikke fortsat er profitable. Købers retsstilling forbedres ved at indskrive en MAC-klausul, dog vil dette ikke have samme effekt for sælgeren. For sælgeren formindsker det risikoen for efterfølgende konflikter sammenlignet med, hvis parterne ikke havde indskrevet en MAC-klausul i aftalen. Baseret

på ovenstående vil anvendelsen af en MAC-klausul regulere parternes retsstilling bedre end baggrundsretten, dette gælder specielt for købers retsstilling.

Kapitel 7: Litteraturliste

Juridisk litteratur

- [Andersen, 2018] Andersen, Lennart Lyng. 2018. Aftalelovens § 36 – fra kontraktfrihed til urimelighedskontrol. København: Ex Tuto Publishing A/S. 1. Udgave
- [Andersen, 2021] Andersen, Mads Bryde: Grundlæggende Aftaleret, 5. udgave, Gjellerup 2021
- [Andersen, 2015] Andersen, Mads Bryde og Lookofsky, Joseph: Lærebog i Obligationsret 1, 4. udgave, 5. oplag, Karnov Group A/S 2015
- [Andersen og Madsen, 2017] Andersen, Lennart Lyng og Madsen, Palle Bo: Aftaler og Mellemænd, 7. udgave, 1. oplag, Karnov Group 2017
- [Clausen, Edlund og Ørgaard, 2021] Clausen, Nis Jul, Edlund, Hans Henrik og Ørgaard, Andersen: Køberetten, 8. udgave, 1. oplag, Karnov Group 2021
- [Dyer og Singh, 1998] Dyer, Jeffrey H. og Harbir Singh: “The relational view: Cooperative strategy and sources of inter-organizational competitive advantage,” *Academy of Management Review*, Vol. 23, No. 4, 1998
- [Eide & Stavang, 2018] Eide, Erling & Stavang, Endre. 2018. Rettsøkonomi. Oslo: Cappelen Damm. 2. udgave.
- [Eisenhardt, 1989] Eisenhardt, Kathleen M.; Agency Theory: “An Assessment and Review”; “*The Academy of Management Review*”; Vol. 14, No. 1, 1989
- [Frandsen, 2005] Frandsen, Helle Pals. 2005. Engelsk Dansk Juridisk Ordbog. København: Nordisk Forlag A/S. 3. udgave.
- [Frandsen, 2006] Fransen, Helle Pals. 2006. Dansk Engelsk Juridisk Ordbog. København: Nordisk Forlag A/S. 2. udgave.
- [Gomard, Pedersen og Ørgaard, 2015] Gomard, Bernhard, Pedersen, Hans Viggo Godsk & Ørgaard, Anders. 2015. Almindelig kontraktsret. København: Jurist og Økonomforbundets forlag. 3. udgave.
- [Hansen & Lundgren, 2014] Hansen, Johannus Egholm & Lundgren, Christian. 2014. Køb og salg af virksomheder. København. Nyt Juridisk Forlag. 5. udgave.
- [Hansen og Lundgren, 2019] Hansen, Johannus Engholm og Lundgren, Christian: Køb og salg af virksomheder, 6. udgave, 1. oplag, Djøf 2019
- [Harris og Townsend, 1981] Harris, Milton, and Townsend, Robert M.: “Resource Allocation Under Asymmetric Information.” *Econometrica*, Vol. 49, no. 1, 1981

- [Herman & Piereck, 2010] Herman, Andrew M. & Piereck, Bernando. 2010. Revisiting the MAC Clause in Transaction: Business Law Today: August 2010.
- [Hov, 1998] Hov, Jo. 1998. Avtaleslutning og ugyldighet. Oslo: Papinian.
- [Knudsen, 1997] Knudsen, Christian. 1997. Økonomisk metodologi bind 2: virksomhedsteori og industriøkonomi. København: Jurist – og Økonomiforbundets Forlag. 2. udgave.
- [Knudsen, 2014] Knudsen, Christian; Erhvervsøkonomi: Virksomheden i organisatorisk, økonomisk og strategisk belysning; 2. udgave, Samfundslitteratur 2014
- [Lando, 2018] Lando, Henrik: The trade-off between efficient risk allocation
- [Lautenschlager, 2007] Lautenschlager, Felix. 2007. Current Problems Regarding the Interpretation of Statements and Party Conduct under the CISG. Vindobona Journal of International Commercial Law & Arbitration. 2/2007.
- [Lookofsky & Ulfbeck, 2015] Lookofsky, Joseph & Ulfbeck, Vibe. 2015. Køb- Dansk indenlandsk købsret. København, Jurist- og Økonomiforbundets forlag. 4. udgave.
- [Madsen, 1982] Madsen, Palle Bo. 1982. Loyalitetskrav i kontrakts- og konkurrenceretten. Ugeskrift for Retsvæsen januar 1982.
- [Madsen & Østergaard, 2017] Madsen, Christian Frank & Østergaard, Kim. 2017. Nærmest til at bære risikoen i kontraktretten – en overset obligationsretlig grundsætning?
- [Madsen og Østergaard, 2019] Madsen, Christian Frank og Østergaard, Kim: ”Loyalitetsgrundsætningen i dansk ret - indhold og retsvirkninger ved tilsidesættelse”, *Erhvervsjuridisk tidsskrift*, 2019, Vol.27 No. 3.
- [Miller, 2009] Miller, Robert T. 2009. The Economics of Deal Risk: Allocating Risk Through MAC Clauses in Business Combination Agreements. Westlaw Thompson Reuters.
- [Munk-Hansen, 2014] Munk-Hansen, Carsten: Retsvidenskabsteori, 1.udgave, jurist- og økonomiforbundets forlag.
- [North, 2004] North, Cecil Douglass: Institutions, Institutional Change and Economic Performance
- [Patschureck og Wöhrmann 2015] Patschureck, N, Sommer, F. & Wöhrmann, A: Contract design as a risk management tool in corporate acquisitions. Journal of Management Control, volume. 26, 4.udg.
- [Posner, 2005] Posner, Richard A. 2005: The Law and Economics of Contract Interpretation. University of Chicago Law School, Chicago Unbound. Vol. 83.

- [Posner & Rosenfield, 1977] Posner, Richard A. & Rosenfield, Andrew M. 1977. Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis. *The Journal of Legal Studies*. Vol. 6, no. 1.
- [Ross, 1966] Ross, Alf: Om Ret og Retfærdighed, 4. opslag, Nyt Nordisk Forlag Arnold Busck A/S 1966
- [Schiersing, 2014] Schiersing, Niels. 2014. Om pris- og mængderisiko i længevarende kontrakter om salg af energi mv. *Erhvervsjuridisk Tidsskrift*. ET20140227-01.
- [Shavell, 2003] Shavell, Steven. 2003. Economic Analysis of Accident Law. NBER Working Paper Series: May 2003, Working Paper 9694.
- [Shavell, 2004] Shavell, Steven. 2004. Foundations of Economic Analysis of Law. Harvard University Press.
- [Shavell, 2009] Shavell, Steven: Foundations of Economic Analysis of Law. Harvard University Press, 2009
- [Singh og Harianto, 1989] Singh, Harbir og Harianto, Farid: "Management-Board Relationships, Takeover Risk, and the Adoption of Golden Parachutes", *The Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 1, 1989.
- [Stoltze og Svernlöv, 2005] Stoltze, Lars & Svernlöv, Carl, "Virksomhedsoverdragelsesskolen – 4. del" *Revision og Regnskabsvæsen*, Nr. 5, 4. del, 2005.
- [Sykes, 1984] Sykes, Alan O.: "The Economics of Vicarious Liability" *The Yale law journal*, Vol.93, No. 7, 1984.
- [Tamasauskas, 2019] Tamasauskas, Andreas, "MAC-klausuler - vilkår i låneaftaler om ophævelse som følge af ændrede forhold," *Erhvervsjuridisk Tidsskrift*, ET.2019.059.
- [Theilgaard, Amiri og Jacobsen, 2017] Theilgaard, Søren; Amiri, Aqbal og Jacobsen, Theis: Købeloven med kommentarer, 4. udgave, 1. oplag, Karnov Group A/S 2017
- [Tvarnø og Nielsen, 2017] Tvarnø, Christina D. og Nielsen, Ruth: RETSKILDER OG RETSTEORIER, 5. reviderede udgave, 2. oplag, Jurist- og Økonomforbundets forlag 2017
- [Williamson, 1985] Williamson, Oliver E; The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting; The Free Press, a Division of Macmillan, Inc, 1985

Artikler

- [Danielsson og Shin, 2002] Danielsson, Jon og Shin, Hyun song: Endogenous Risk

- <https://www.riskresearch.org/files/DanielssonShin2002.pdf>
- [Choi & Triantis, 2010] Choi, Albert & Triantis, George: Strategic Vagueness in Contract Design: The Case of Corporate Acquisitions. The Yale Law Journal: Vol. 119, no. 5.
- [Frølund & Tingskov] Frølund, Birgitte og Tingskov, Jakob: Voldgiftsklausulen - måske den vigtigste bestemmelse i kontrakten.
 - <https://www.horten.dk/viden/artikler2020/voldgiftsklausulen-maaske-den-vigtigste-bestemmelse-i-kontrakten>
- [Gilson & Schwartz, 2004] Gilson, Ronald. J & Schwartz, Alan. 2004. Understanding MACs: Moral Hazard in Aquisitions. Faculty Scholarship Series (Yale Law School).
- [Lego Andersen, 2014] Andersen, Eigil Lego: Aftalefortolkning. Ugeskrift for retsvæsen. U.2014B.367.
- [KPMG 2023] KPMG: The ESG due diligence survey: A sustainable advantage in M&A transactions
 - <https://kpmg.com/kpmg-us/content/dam/kpmg/pdf/2023/esg-sustainable-advantage-1.pdf>
- [Reuvid 2007] Reuvid, Jonathan, 2007: MERGERS & ACQUISITIONS. A Practical Guide for Private Companies and their UK and Overseas Advisers

Lovgivning

- Bekendtgørelse af lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område (**aftaleloven**), jf. LBK nr. 193 af 02/03/2016 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
- Bekendtgørelse af lov om køb (**købeloven**), jf. LKB nr. 1853 af 24/09/2021 med de ændringer, der følger af §1 i lov nr. 1173 af 8. juni 2021
- Bekendtgørelse af lov om lønmodtageres retsstilling ved (**virksomhedsoverdragelse**), jf. LBK nr. 710 af 20/08/2002, med de ændringer, der følger af lov nr. 441 af 7. juni 2001.
- Bekendtgørelse af lov om (**årsregnskabsloven**), nr. 1580 af 10. december 2015, som ændret ved lov nr. 1547 af 13. december 2016, lov nr. 665 af 8. juni 2017, lov nr. 1716 af 27. december 2018 og lov nr. 445 af 13 april 2019.

Retspraksis

Danske domme

- U 2000.1766 H.
 - Sagen omhandlede et ejendoms køb, hvor der forelå en tinglyst servitut, som køberen ikke var blevet informeret omkring. Højesteret fandt at servituten begrænsede købers råderet over ejendommen, hvorfor der var tale om en retlig mangel.
- U 2009.163 V.
 - Her blev sælgeren fundet ansvarlig for at tilsidesætte sin loyale oplysningspligt, selvom nogle forhold gav køberen anledning til at undersøge vandet i brønden. Som nævnt ovenfor påhviler bevisbyrden sælgeren, hvorfor denne har pligt til at dokumentere for, at de manglende oplysninger var uvæsentlige for køberen.
- U 1994.698/2 H
 - I følgende denne dom om leasingselskabet der havde solgt en konkurstruet virksomhed videre til køberen, ville køberen efterfølgende gøre krav gældende. Højesterets dom gav ikke køberen denne mulighed.

Udenlandske domme

- Court of Chancery of the State of Delaware, C.A. IBP Inc. v. Tyson Foods Inc. 2001, af 15. Juni 2001. Atlantic Reporter citation: 18373 A. 2d 789 (2001)
- The Takeover Panel 2001/15, WPP Group PLC v. Tempus PLC