



M&A i skyggen af COVID-19

– En analyse fra DLA Pipers Corporate M&A-afdeling

I denne DLA Piper-analyse beskrives en række forhold, som de involverede i M&A-transaktioner bør overveje og forholde sig til, her i skyggen af COVID-19. Kontakt én af DLA Pipers M&A-advokater for at drøfte disse forhold nærmere.

Herudover henvises til DLA Pipers daglige opdatering om de forskellige juridiske muligheder for at reducere og håndtere konsekvenserne af COVID-19, der kan findes på vores hjemmeside, www.dlapiper.dk.

1. Transaktioner, hvor der endnu ikke er indgået overdragelsesaftale

COVID-19 vil naturligvis også påvirke transaktionsområdet. Det betyder ikke, at igangværende eller planlagte transaktioner nødvendigvis bør sættes på hold, men situationen tilsiger, at både sælger og køber bør gøre sig nogle særlige overvejelser; herunder blandt andet:

1.1 ØGET FOKUS PÅ DUE DILIGENCE

Det må forventes, at køber vil have øget fokus på due diligence af målselskabets kommercielle kontrakter, herunder i relation til kunder og supply chain, samt i forhold til målselskabets medarbejdere. Som sælger bør man inden en salgsproces igangsættes følgelig sikre sig, at målselskabet har orden

i penallhuset i form af opdaterede og markedskonforme aftalevilkår.

1.2 DEAL CERTAINTY OG RISIKO ALLOKERING

I større udstrækning end tidligere forventer vi at se hårde forhandlinger omkring allokeringen af risikoen mellem sælger og køber ved udformningen af overdragelsesaftalen.

Mens sælger vil søge størst mulig sikkerhed for transaktionens gennemførelse (deal certainty), forventes køber at søge at sikre sig adgang til at annullere handlen i tilfælde af væsentlige forandringer i målselskabets forhold i perioden mellem signering og closing (MAC-klausuler eller tilsvarende, se mere herom i afsnit 2.2 nedenfor) samt stille krav om, at overdragelsesaftalens

garantier gentages på closing. Endvidere må det forventes, at køber – særligt i leveraged buyout transaktioner – vil lade pligten til at gennemføre transaktionen være betinget af långivers udbetaling af finansieringen.

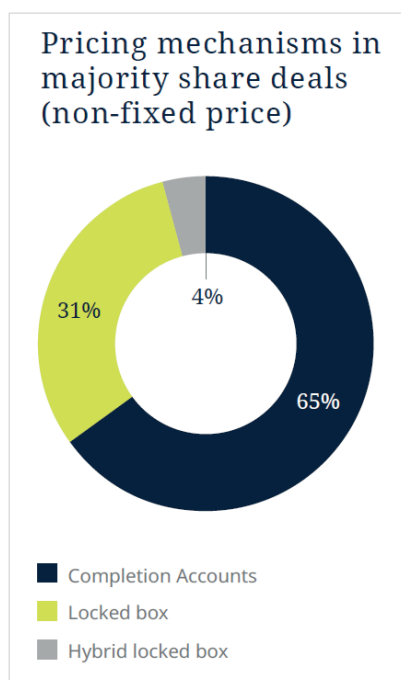
1.3 KONTROL OVER MÅLSKABETS AGEREN I PERIODEN MELLEMLIGNING OG CLOSING

Særligt i de transaktioner, hvor der formodes at være en lang periode mellem signing og closing, forventes køber søge at forpligte sælger til at drive målselskabet på en for køber hensigtsmæssig måde. Dette ønske begrænses dog i transaktioner, der er underlagt fusionskontrol, af konkurrencelovgivningens regler om "gun jumping" (forbuddet mod præimplementering af fusioner før konkurrencemyndighedernes godkendelse).

1.4 KØBESUMMENS OPGØRELSE

De seneste år er antallet af transaktioner, hvor locked box-metoden er anvendt, steget. Ved locked box-metoden påtager køber sig risikoen for målselskabets økonomiske performance allerede fra locked box-dagen, som normalt ligger nogle måneder før signing. Særligt i transaktioner, hvor målselskabet forventes at blive påvirket af COVID-19 (eller andre pandemier), må køber overveje om Equity Value skal fastsættes via closing accounts-metoden i stedet for locked box-metoden. Hvis closing accounts-metoden anvendes bør parterne endvidere gøre sig relevante overvejelser om, hvorledes den danske regerings (eller andres) midlertidige hjælpepakker påvirker resultatopgørelse og balance.

Ved transaktioner, hvor målselskabet er eller forventes at blive påvirket negativt af COVID-19, er det endvidere vores forventning, at anvendelse af earn out (i den ene eller anden form) vil blive øget. Se nærmere om earn out i afsnit 4.



Figur 1 - Anvendelse af locked box

1.5 BETALING AF KØBESUM

Sælger bør fortsat – og måske i endnu større udstrækning end tidligere – have fokus på at sikre, at køber kan betale købesummen på closing. Det vil i de fleste tilfælde betyde, at køber overfor sælger skal dokumentere, at køber har modtaget ubetinget finansieringstilsagn allerede ved signing.

1.6 GARANTIER OG W&I-FORSIKRING

Omfanget af købers krav til sælgers garantier inden for en række områder, herunder særligt kunder og supply chain, forventes at stige. Tilsvarende forventes købers krav om sikkerhed for sælgers evne til at honorere garantikrav forøget, hvilket formodentligt yderligere vil øge antallet af transaktioner, hvor der udtages W&I-forsikring til dækning af sælgers risiko (helt eller delvist).

1.7 EKSKLUSIVITET, OMKOSTNINGSDÆKNING OG "BREAK FEES"

Hvis køber har opnået eksklusivitet - eller tildelt anden form for forkøbsret - vil det afhænge af formuleringen af den enkelte aftalebestemmelse, i hvilket omfang køber kan "springe" fra, og om sælger i givet fald er berettiget til at få dækket dele af sine omkostninger. Omkostningsfordeling er i øvrigt et forhold, som køber og sælger må forventes at have øget fokus på.

Aftaler om "break fees" (også kaldet "break-up fees", "break-away fees", "option fees" m.v.), som tilfalder sælger, hvis transaktionen ikke gennemføres, ses ikke ofte i M&A-transaktioner underlagt dansk ret.

2. Transaktioner, hvor overdragelsesaftale er underskrevet, men closing endnu ikke er gennemført

Er overdragelsesaftalen underskrevet før omfang og konsekvenser af COVID-19 blev kendt, men closing endnu ikke gennemført, er nedenstående særligt relevant for parterne:

2.1 OPFYLDDELSE AF CLOSING BETINGELSER

Hvis overdragelsesaftalen er betinget af godkendelse fra købers bestyrelse eller finansieringskilde(r), vil sådanne betingelser – afhængig af, hvorledes de er formuleret – kunne danne baggrund for, at køber kan træde tilbage fra handlen uden at blive erstatningsansvarlig overfor sælger. Med den stigende fokus på "deal certainty" ses sådanne åbne betingelser dog ikke ofte.

2.2 MAC-KLAUSUL AFTALT?

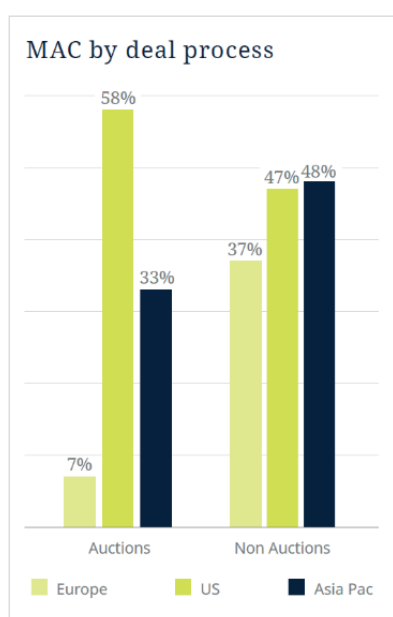
En klausul om Material Adverse Change (MAC-klausul) giver køber mulighed for at annullere overdragelsesaftalen i tilfælde af, at der i perioden mellem signing og closing indtræder begivenheder, som har "material adverse effect" på målselskabet.

MAC-klausuler ses ikke så ofte i rent danske transaktioner, men anvendes lidt oftere i cross boarder transaktioner. DLA Pipers

anerkendte, årlige Global M&A Intelligence Report viser, at MAC-klausuler anvendes mere internationalt.

Rapporten kan rekvireres [her](#).

Formuleringen af MAC-klausuler varierer, men overordnet set fordeler sådanne klausuler ofte risikoen mellem parterne således, at køber påtager sig risikoen for systemiske og makroøkonomiske forhold, mens sælger påtager sig risikoen for forhold, der væsentligt og længerevarende ændrer målselskabets økonomi. Det beror derfor på en konkret fortolkning af den aftalte MAC-klausul om køber kan gøre brug af denne i den nuværende situation.



Figur 2 - Anvendelse af MAC-klausuler

2.3 INGEN MAC-KLAUSUL ELLER ANDRE BETINGELSER AFTALT?

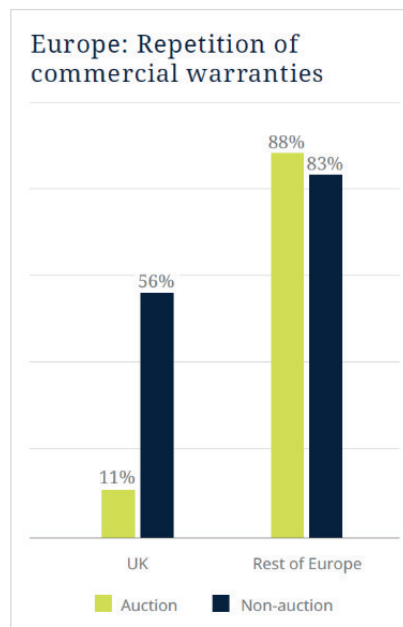
Umiddelbart giver dansk ret ikke sælger eller køber i en M&A-transaktion mulighed for at annullere eller ændre en indgået overdragelsesaftale med henvisning til force majeure, bristede forudsætninger eller andre ikke-aftalte synspunkter. Som nævnt i afsnit 1 ovenfor bør der derfor ved forhandling af overdragelsesaftalen være et øget fokus på de følgevirkninger, som COVID-19 måtte have på den konkrete målvirksomhed, således at en aftale om rimelige allokering af risikoen kan opnås. Når aftalen allerede er indgået, vil det som udgangspunkt være for sent at indgå en rimelig aftale om allokering af risikoen, medmindre køber har mulighed for at træde tilbage fra aftalen, jf. afsnit 2.1 ovenfor, eller kan overbevise sælger om, at køber ikke uden en sådan aftale længere kan finansiere købet.

2.4 GENTAGELSE AF GARANTIER PÅ CLOSING

I kontinentale transaktioner, herunder danske og nordiske, hvor der ikke er aftalt W&I-forsikring, gentages hovedparten af de garantier, som sælger har afgivet ved indgåelsen af overdragelsesaftalen, på closing. Sælger påtager sig med

andre ord risikoen for garantibrud i perioden mellem signing og closing uden at have mulighed for at blive ansvarsfri ved at oplyse køber om garantibruddet.

COVID-19 har allerede skabt udfordringer for mange virksomheders supply chain, ligesom mange virksomheder har modtaget opsigelser fra væsentlige kunder. Sådanne forhold vil ofte konstituere garantibrud. Køber skal derfor i særligt omfang være opmærksom på sin post-closing garantiopfølgning.



Figur 3 - Gentagelse af garantier på closing

2.5 OPGØRELSE AF EQUITY VALUE

Hvis der er aftalt closing accounts som opgørelsesmetode skal både køber og sælger være opmærksom på, at de hjælpeforanstaltninger, som den danske regering (og andre regeringer) indfører, kan påvirke opgørelsen af målselskabets nettogæld og arbejdskapital (og den normaliserede arbejdskapital).

3 Transaktioner, hvor closing er gennemført

Er closing gennemført, vil køber på sædvanligvis alene kunne henholde sig til de garantier, som sælger har afgivet i overdragelsesaftalen. Medmindre der er afgivet konkrete garantier vedrørende f.eks. fremadrettet indtjening eller budgetopfyldelse, vil virkningerne af COVID-19 ikke umiddelbart give en køber mulighed for at rejse krav mod sælger.

Som udgangspunkt vil hverken betragtninger om force majeure eller bristede forudsætninger give en køber adgang til at bringe overdragelsesaftalen til ophør eller kræve ændringer heri. Tilsvarende vil en markedskonform overdragelsesaftale sædvanligvis afskære køber fra at hæve handlen, uanset om der konstateres væsentlige mangler.

Et særligt forhold er, hvis der mellem sælger og køber er indgået aftale om betaling af earn out. Dette er særskilt behandlet nedenfor.

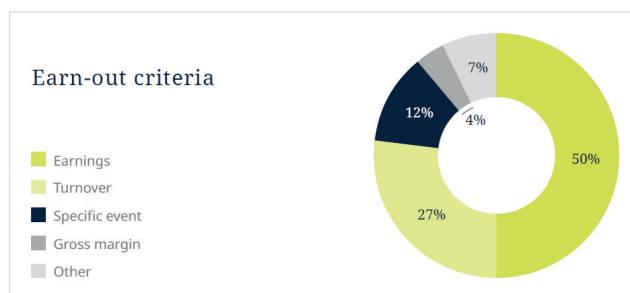
4. Særligt om earn out

4.1 INDLEDNING

En earn out anvendes ofte til at bygge bro mellem sælger og køber i de tilfælde, hvor parterne ikke kan opnå enighed om en fikseret købesum.

DLA Pipers årlige Global M&A Intelligence Report viser, at der er aftalt earn out i 28% af alle transaktioner, som blev gennemført sidste år.

Earn out er oftest baseret på målselskabets indtjening eller omsætning i en periode efter closing, normalt 1-3 år.



Figur 4 - Earn out opgørelsesgrundlag

Afvejningen af på den ene side beskyttelsesinteressen for sælger og på den anden side købers adgang til frit at drive virksomheden efter closing er ofte et væsentligt element ved udformningen af en earn out.

4.2 ALLEREDE INDGÅEDE AFTALER OM EARN OUT

Afhængig af branche kan indvirkningen af COVID-19 være betydelig på målselskabet, og derved også på værdien af en allerede indgået aftale om earn out.

Efter dansk ret er den altovervejende hovedregel, at sælger *ikke* vil kunne påberåbe sig COVID-19 som grundlag for at

genforhandle eller kræve ændringer i en allerede indgået aftale om earn out, medmindre selve earn out-aftalen i sig selv giver mulighed herfor. Dette skyldes, at force majeure vanskeligt vil kunne gøres gældende i relation til en earn out-aftale, ligesom synspunkter om bristede forudsætninger eller tilsvarende vil have det svært i en (formodentlig) gennemreguleret aftale om et fremtidigt resultat.

Sælger må med andre ord acceptere, at værdien af earn out-aftalen bliver reduceret, medmindre aftalen indeholder ret for sælger til at modsætte sig konkrete foranstaltninger, der i givet fald af sælger kan anvendes som løftestang til en general genforhandling af earn out-aftalen.

De hjælpeforanstaltninger, som den danske regering (og andre regeringer) indfører, kan dog påvirke opgørelsen af en earn out. Dette kan blandet andet være tilfældet ved opgørelsen af indtjening, nettogæld og arbejdskapital (og den normaliserede arbejdskapital).

Er der anledning til dette – f.eks. fordi køber ønsker at incentivere en sælger, der fortsat er aktiv i målselskabet – kan parterne evt. forlænge perioden for opgørelsen af earn out.

4.3 EARN OUT-AFTALER, DER ENDNU IKKE ER INDGÅET

COVID-19 må forventes at medføre, at aftaler om earn out (eller anden udskudt opgørelse af købesummen) introduceres i flere transaktioner end tilfældet har været tidligere.

I sådanne sammenhænge bør sælger og køber være særligt opmærksomme på blandt andet de ovenfor i afsnit 4.2 beskrevne forhold. Endvidere bør det overvejes om earn out-aftalen skal indeholde en såkaldt rimelighedsbestemmelse, der sikrer parterne ret til regulering eller genforhandling, hvis de forudsætninger, som partnerne ved aftalens indgåelse lagde til grund, senere væsentligt ændrer sig af årsager, der udspringer af eller har tilknytning til COVID-19 (eller tilsvarende pandemier).



Figur 5 - Sælgers beskyttelse ved earn out

Kontakt

Du er velkommen til at kontakte os.

København



Jens Krogh Petersen
Partner
T: +45 33 34 00 46
M: +45 23 31 31 91
jens.krogh@dlapiper.com



John Emil Lyngfeldt Svenson
Partner
T: +45 33 34 01 68
M: +45 24 81 51 60
john.svenson@dlapiper.com



Karsten Pedersen
Partner
T: +45 33 34 00 87
M: +45 25 24 51 87
karsten.pedersen@dlapiper.com



Michael Vinther
Partner
T: +45 33 34 01 89
M: +45 25 24 51 89
michael.vinther@dlapiper.com



Nicholas Lerche-Gredal
Partner
T: +45 33 34 00 73
M: +45 30 10 39 25
nicholas.lerche-gredal@dlapiper.com



Sebastian Ingversen
Partner
T: +45 33 34 00 07
M: +45 61 30 99 51
sebastian.ingversen@dlapiper.com



Thomas Salicath
Partner
T: +45 33 34 02 80
M: +45 20 96 99 00
thomas.salicath@dlapiper.com



Ulrik Bangsbo Hansen
Partner
T: +45 33 34 00 08
M: +45 51 99 90 17
ulrik.bangsbo@dlapiper.com

Aarhus



Carl Erik Skovgaard
Partner
T: +45 33 34 07 30
M: +45 40 32 44 99
carl.erik.skovgaard@dlapiper.com



Eskil Bielefeldt
Partner
T: +45 33 34 07 20
M: +45 20 86 92 54
eskil.bielefeldt@dlapiper.com



Jan Børjesson
Partner
T: +45 33 34 08 60
M: +45 51 20 71 60
jan.boerjesson@dlapiper.com



Jan Snogdal
Partner
T: +45 33 34 08 40
M: +45 40 71 53 00
jan.snogdal@dlapiper.com



Kristian Hjølund Nielsen
Partner
T: +45 33 34 08 44
M: +45 30 71 63 15
kristian.hjoelund.nielsen@dlapiper.com



Kristian Tokkesdal
Partner
T: +45 33 34 07 10
M: +45 23 26 00 40
kristian.tokkesdal@dlapiper.com

Indholdet af denne analyse er ikke tiltænkt at give en fuldstændigt eller fyldestgørende redegørelse for de i analysen behandlede emner. Analysen udgør ikke og er ikke tiltænkt at udgøre juridisk rådgivning, og DLA Piper Denmark Advokatpartnerselskab påtager sig intet ansvar i anledning af en læsers benyttelse af indholdet som grundlag for beslutninger eller overvejelser.

Indholdet må hverken helt eller delvis anvendes i anden sammenhæng uden DLA Piper Denmark Advokatpartnerselskabs forudgående accept heraf.