

Overdragelsesbestemmelser i ejerftaler – med fokus på kapitalfonde



*Af Jens Chr. Hesse Rasmussen, partner,
advokat M&A Corporate, Bech-Bruun
Advokatfirma*

og



*Anders Rubinstein, advokat M&A Corporate,
Bech-Bruun Advokatfirma*

Et centralt emne i enhver ejerftale er regler om overdragelse af kapitalandele (aktier og anparter). I denne artikel beskriver vi de forskellige overdragelsesklausuler, man typisk støder på i ejerftaler, og hvilke fordele og ulemper de enkelte bestemmelser har.

1. **Forkøbsret**

De fleste ejerftaler indeholder mere eller mindre udførlige bestemmelser om forkøbsrettigheder. Forkøbsrettighederne kan enten være generelle – pro rata - for alle kapitalejere, eller de kan være struktureret således, at visse kapitalejere (eksempelvis kapitalejere, der ejer kapitalandele inden for samme kapitalklasse) har en principal forkøbsret og de øvrige kapitalejere en subsidiær forkøbsret (til at købe de kapitalandele, der måtte blive "til overs"). Kapitalfonde vil ofte insistere på at have sådanne principale forkøbsrettigheder forud for selskabets øvrige kapitalejere.

Bestemmelser om forkøbsrettigheder kan grundlæggende være indrettet på vidt forskellige måder afhængig af, hvem man ønsker at tilgodese:

- (i) Forkøbsret baseret på pris og vilkår, der er tilbudt af en interesseret tredjemand.

Denne model tilgodeser de kapitalejere, der ønsker at forblive i selskabet, idet iværksættelse af forkøbsretten forudsætter et tilbud fra en interesseret køber, hvilket kan være vanskeligt at få, når køber får at vide, at der er en væsentlig risiko for, at de øvrige kapitalejere udnytter forkøbsretten, og at købers anstrengelser og omkostninger til værdiansættelse og forhandling af en aftale kan vise sig at være forgæves.

- (ii) Forkøbsret, der er baseret på pris og vilkår, der frit fastsættes af den kapitalejer, der ønsker at sælge sine kapitalandele¹.

Denne model skaber mere likviditet i kapitalandelene i forhold til en klassisk forkøbsret, der forudsætter, at der foreligger et tredjemandstilbud, jf. ovenfor. Modellen tilgodeser derved den sælgende kapitalejer, der kan få "testet" sine medkapitalejeres interesse, før kapitalandelene tilbydes til en interesseret tredjemand, men således at den sælgende kapitalejer herefter står frit for at sælge til tredjemand, forudsat at tredje-mands tilbud lever op til forkøbsretstilbuddet. Den sælgende kapitalejer må fastsætte en tilbudspris, der ikke er højere, end vedkommende forventer efterfølgende at kunne sælge kapitalandelene til tredjemand til.

For de øvrige kapitalejere har modellen den ulempe, at når de skal beslutte, om de ønsker at købe den sælgendes kapitalandele, kender de ikke identiteten på den potentielle tredjemandskøber. Hvis de øvrige kapitalejere således vælger ikke at købe den sælgendes kapitalandele, giver modellen den sælgende kapitalejer mulighed for at "påtvinge" de øvrige kapitalejere en ny kapitalejer, der måske ikke er ønsket i ejerkredsen. Derfor "krydres" bestemmelsen nogle gange med et forbud mod salg af kapitalandele til visse navngivne (kategorier af) kapitalejere (typisk væsentlige konkurrenter og/eller kunder/leverandører). Alternativt kan det bestemmes, at bestyrelsen skal kunne godkende køberen baseret på nærmere angivne saglige kriterier.

- (iii) Forkøbsret baseret på pris og vilkår fastsat af en sagkyndig tredjemand, ud fra dennes vurdering af kapitalandelens markedsværdi (eventuelt på grundlag af forud aftalte værdiansættelsesprincipper eller fremtidige resultater).

Denne model ses undertiden som et kompromis, der på den ene side sikrer den sælgende kapitalejer en afklaring af de øvrige kapitalejeres interesse i at udnytte forkøbsretten, og på den anden side sikrer de øvrige kapitalejere en markedsmæssig pris. Denne model er dog sjældent særlig anvendelig i praksis, da værdiansættelsen af noterede kapitalandele kan være særdeles vanskelig og føre til uforudsigelige og i praksis uanvendelige resultater.

Bestemmelserne om forkøbsret forudsætter sædvanligvis, at de øvrige kapitalejere udnytter forkøbsretten til alle de tilbudte kapitalandele. I modsat fald kan den kapitalejer, der ønsker at sælge sine kapitalandele gennemføre et salg af alle dennes kapitalandele til tredjemand til en pris og på vilkår, der ikke er mere gunstige end de, der blev tilbudt de øvrige kapitalejere inden for en periode på 3 – 6 måneder, hvorefter forkøbsretsprocessen må gå om.

¹ Denne variant omtales også som et "forhåndstilbud" og på engelsk som "right of first offer".

Forkøbsretsbestemmelser foreskriver oftest, at hele købesummen for kapitalandelene skal betales kontant på overdragelsestidspunktet.

2. Medsalgsret (Tag-Along)

Ejeraftaler indeholder ofte bestemmelser om kapitalejers ret til at medsælge deres kapitalandele (såkaldt "tag-along ret") i tilfælde, hvor en overdragelse af kapitalandele medfører, at en kapitalejer – alene eller sammen med kapitalejers nærtstående – bliver ejer af en kontrollerende kapitalpost i selskabet. Hvis en kapitalejer således ikke kan leve med, at den kontrollerende indflydelse over selskabet ændres, kan den pågældende kapitalejer kræve, at dennes kapitalandele medsælges. I så fald sælges kapitalandelene til samme pris og på samme vilkår, som er gældende for den overdragelse, som udløser medsalgsretten.

En medsalgsret ses også somme tider anvendt i tilfælde, hvor en af selskabets konkurrenter erhverver kapitalandele i selskabet (uanset den ejerandel som konkurrenten opnår i selskabet).

Begrundelsen for medsalgsretten er i begge tilfælde den formodede illikviditet af kapitalandelene i selskabet, som formodes at være en følge af, at selskabet får en kontrollerende eller konkurrerende kapitalejer og den deraf følgende negative værdipåvirkning af de øvrige kapitalandele i selskabet.

For at undgå misbrug bestemmes det sommetider, at de medsælgende kapitalejere skal have ret til den højeste pris og de mest gunstige vilkår, som køberen har erhvervet kapitalandelene i selskabet til inden for en periode på 6 – 12 måneder.

3. Medsalgspligt (Drag-Along)

Ejeraftaler indeholder ofte en bestemmelse om, at en vis majoritet af kapitalejere (eksempelvis kapitalejere, der tilsammen ejer mere end 80% af selskabskapitalen) kan kræve, at alle øvrige kapitalejere sælger deres kapitalandele sammen med den pågældende majoritetsgruppe (såkaldt "drag-along ret") og på samme vilkår og til samme pris som disse.

Samme krav stilles undertiden af kapitalfonde - uanset om disse ejer en majoritets- eller minoritetspost i selskabet. Bestemmelser om medsalgspligt bygger på den antagelse, at en køber af et selskab ofte ønsker at erhverve hele selskabskapitalen i selskabet (af strukturelle og/eller skattemæssige årsager). Formålet med sådanne bestemmelser er derfor at sikre, at majoritetsgruppen eller kapitalfonden kan gennemføre et samlet salg af selskabet og derigennem øge chancerne for et succesfuld exit.

Det må generelt anbefales, at bestemmelserne om medsalgspligt har forrang over ejeraftalens bestemmelser om de øvrige kapitalejeres forkøbsret, idet forkøbsrettens eksistens kan reducere eventuelle køberes interesse i at bruge ressourcer på undersøgelser og afgivelse af tilbud på køb af selskabet.

For at undgå misbrug bestemmes det sommetider, at de medsælgende kapitalejere skal have ret til den højeste pris og de mest gunstige vilkår, som køberen har erhvervet kapitalandelene i selskabet til inden for en periode på 6 – 12 måneder.

4. Change of Control

Hvis en kapitalejer selv er et selskab, kan overdragelse af kapitalandele i selskabet reelt (indirekte) gennemføres gennem overdragelse af kapitalandele i kapitalejeren eller i kapitalejerens moderselskab, hvorved kapitalejeren unddrager sig ejeraftalens bestemmelser om de øvrige kapitalejeres forkøbsret og – efter omstændighederne – medsalgsret.

I ejeraftaler indarbejdes til beskyttelse imod sådanne ”overdragelser af bagvejen” ofte såkaldte *change of control* bestemmelser. De går som regel ud på, at en kapitalejer, der – direkte eller indirekte – udsættes for et kontrolskifte i kapitalejerens egen ejerkreds, er forpligtet til at tilbyde alle sine kapitalandele i selskabet til de øvrige kapitalejere til en pris, der modsvarer markedsværdien af kapitalejerens kapitalandele. På denne måde stilles de øvrige kapitalejere, som om overdragelsen af den kontrollerende indflydelse i kapitalejeren udgjorde en overdragelse af kapitalejerens kapitalandele i selskabet.

Ofte kræver kapitalfonde sig dog undtaget fra sådanne *change of control* bestemmelser med henvisning til nødvendigheden af at kunne gennemføre ejermæssige omstruktureringer (eksempelvis af skattemæssige årsager), uden at dette medfører indgribende konsekvenser for kapitalfondens ejerskab af porteføljevirksohmhederne. Det samme gælder børsnoterede aktionærer, hvis aktionærforhold kan være uforudsigelige og vanskelige at kontrollere.

5. Exit

For de fleste kapitalfonde er den væsentligste enkeltbestemmelse i en ejeraftale retten til at kunne gennemføre en effektiv realisation af kapitalfondens kapitalandele i selskabet (ofte kaldet en ”*exit*”). En exit kan ske enten gennem en børsnotering af selskabets kapitalandele, gennem et salg af kapitalandele i selskabet til en finansiel eller industriel køber eller – mere sjældent forekommende – gennem selskabets salg af alle sine aktiver og aktiviteter til en køber og derpå følgende likvidation af selskabet.

Alle exit-måder (børsnotering, salg af kapitalandele eller aktivsalg) kræver – for at kunne gennemføres med succes - i de fleste tilfælde alle kapitalejeres positive opbakning. Da kapitalfondene er afhængige af at kunne gennemføre en exit inden for kapitalfondens begrænsede levetid, vil kapitalfonden ofte kræve, at kapitalfonden tillægges særlige rettigheder i ejeraftalen, der giver kapitalfonden mulighed for at iværksætte og styre en exit. Blandt disse kan nævnes følgende:

5.1 Medsalgspligt (Drag-Along)

Hvis kapitalfonden ønsker at sælge sine kapitalandele til en køber, skal kapitalfonden kunne kræve, at alle andre kapitalejere sælger deres kapitalandele til samme køber til samme pris og på samme vilkår, jf. i øvrigt afsnit 3 ovenfor.

Det ses undertiden, at kapitalfondens ret til at udnytte sin drag-along ret er betinget af, at de øvrige kapitalejere realiserer et vist mindsteafkast på deres investering i selskabet og/eller, at der er forløbet en vis periode siden, at ejeraftalen blev indgået, men dette er selvsagt en begrænsning i kapitalfondens exit potentiale og bør derfor søges undgået.

5.2 Børsnotering – IPO (Initial Public Offering)

Hvis kapitalfonden anser det for en mulighed, at selskabet på et senere tidspunkt noteres på en fondsbørs eller en reguleret markedsplads, skal ejeraftalen give kapitalfonden mulighed for at gennemtvinge en sådan notering. Dette kræver dels medvirken fra selskabets bestyrelse (i forbindelse med udarbejdelse af prospekt mv.), dels medvirken fra selskabets øvrige aktionærer (i forbindelse med tiltrædelse af lock-up aftaler og ved at stille aktier til rådighed for introduktionen, hvis dette skønnes hensigtsmæssigt). Det kan være vanskeligt at forudse og beskrive alle detaljer vedrørende gennemførelsen af en notering af selskabets aktier. Bestemmelserne herom udformes derfor oftest generelt som en bemyndigelse for kapitalfonden til at træffe alle nødvendige og/eller hensigtsmæssige beslutninger i så henseende – eventuelt efter anbefaling fra den investeringsbank, der rådgiver selskabet i forbindelse med noteringen.

5.3 Udpegning af rådgivere

Kapitalfonden vil ofte kræve, at kapitalfonden kan træffe beslutning om, hvilke rådgivere (finansielle, juridiske og regnskabsmæssige), som selskabet skal benytte i forbindelse med det påtænkte exit (salg eller børsnotering). Omkostningerne til rådgiverne afholdes naturligvis af selskabet.

5.4 Opbakning – samarbejde

Da en exit – det være sig et salg eller en børsnotering – kan være vanskelig at gennemføre uden kapitalejernes opbakning og samarbejde, vil ejeraftalen ofte indeholde en generisk forpligtelse for alle kapitalejere til at bakke op om kapitalfondens exit-bestræbelser og til at samarbejde med kapitalfonden og de af kapitalfonden valgte rådgivere. Også her kan det ofte være vanskeligt at forudse alle detaljer, hvorfor bestemmelserne som regel udformes generelt som en forpligtelse til at efterkomme kapitalfondens rimelige krav og henstillinger.

6. Leaver Provisions

Kapitalfonde investerer ofte i et selskab sammen med én eller flere af selskabets stiftere og/eller ledere, idet der gennem stifterens/lederens ejerinteresse i selskabet skabes en ensretning af stifterens/lederens interesser med kapitalfondens og et personligt engagement og incitament for stifteren/lederen til at fremme selskabets drift og resultater mest muligt – *alignment of interest*.

Hvis stifteren/lederen forlader selskabet "i utide", kræver kapitalfonde oftest, at stifteren/lederen skal sælge alle eller en del af sine kapitalandele til en reduceret pris i forhold til markedsværdien. Den reducerede pris er udtryk for, at stifterens/lederens exit præsumptivt skader selskabets værdi.

Hvor mange kapitalandele stifteren/lederen skal sælge – og somme tider også disses salgspris – afhænger oftest af årsagen til stifterens/lederens ophør i selskabet.

I ejeraftaler sondres ofte mellem "good leavers" og "bad leavers". Ved "good leavers" forstås ophørsgrunde, der ikke lægges stifteren/lederen til last, eksempelvis død, sygdom, invaliditet, alderspensionering, ophør på grund af selskabets misligholdelse eller selskabets opsigelse af stifteren/lederen uden rimelig grund mv., hvorimod "bad leavers" er ophørsgrunde, der lægges stifteren til last, eksempelvis selskabets opsigelse af stifteren/lederen pga. stifterens/lederens misligholdelse, stifterens/lederens ophør uden rimelig grund mv. Undertiden gradueres "leaver-scenarierne" yderligere.

Selv om en "bad leaver" stifter/leder skal sælge alle eller en del af sine kapitalandele til under markedsværdien, kan det være et lidet attraktivt scenarium for en kapitalfond, der har investeret i tillid til stifterens/lederens langsigtede engagement i selskabet, at skulle købe yderligere kapitalandele i selskabet (om end med en discount), der nu står uden en af sine nøglepersoner. I tilfælde hvor en stifter/leder forlader selskabet som "bad leaver", aftales det derfor undertiden, at kapitalfonden kan kræve, at den pågældende "bad leaver" stifters/leders kapitalandele i forhold til udlodninger og/eller salgsprovenu i selskabet ef-

terstilles kapitalfondens/de øvrige kapitalejeres kapitalandele i selskabet, og at de pågældende kapitalandele mister deres forvaltningsmæssige beføjelser, indtil der gennemføres et fælles exit.

Leaver provisions kan – efter omstændighederne - være så byrdefulde for stifteren/lederen, at bestemmelsen kan tilsidesættes som urimelig, jf. aftalelovens § 36 - især hvor sådanne bestemmelser aftales med mere underordnede medarbejdere. Vi henviser i den forbindelse til artiklen "Ny Højesteretsdom sætter tilbagekøbsklausuler for medarbejderaktier under pres" bragt som månedens DVCA-artikel i december 2011².

² Artiklen kan læses på adressen

http://www.dvca.dk/uploads/Gamle%20nyhedsbreve/Artikler/Artikel_Tilbagekøbsklausul.pdf