

## M&A voldgift

Økonomiske temaer:

- Det økonomiske opgør
- Købesumsregulering og garantibrud
- Earn-out etc.

**Voldgiftens dag  
4. november 2010**

**Finn L. Meyer  
KPMG**

# M&A voldgift - Aftalebestemmelser vedr.

- ◆ SPA
- ◆ Køb
- ◆ Salg
- ◆ Fusion
- ◆ Aktieombytning
- ◆ Earn-out
- ◆ Garantier
- ◆ Optionsaftaler
- ◆ Exit-bestemmelser
- ◆ Aktionæroverenskomster
- ◆ Underskudsdekning

## Aftalebestemmelser vedr. typisk:

- ◆ Fastlæggelse
- ◆ Opgørelse
- ◆ Regulering

af beløb/værdi pr. en given (aftalt) dato

# Voldgift: Revisors rolle

## Revisor kan være:

### ◆ Bistand til en part,

- f.eks. at revisors påtegning, erklæring eller rapport fremlægges som 'bevis' i sagen

### ◆ Uvildig ekspert (syn og skøn)

(evt. sammen med anden skønsmand, også ikke-revisor)

- besvare konkrete af voldgiftsretten stillede spørgsmål
- Spørgetema bliver til ved
  - parternes forslag/forhandling herom
  - godkendes efterfølgende af voldgiftsretten
- Retsplejelovens kap. 19, Syn og skøn (§§ 196-211)
  - "Kun personer, der er uberygtede, kan udmeldes"

# Parternes antagelse af revisor

Hver part kan antage sin(e) revisorer til at bistå (og honorere disse)

## ◆ Sædvanlige regler om aftalegrundlag gælder

- Arten af revisors arbejde bør fastlægges, f.eks.
  - Erklæring
    - omfattet af revisorlov (RL) (inkl. bekendtgørelser) og revisionsstandarder (RS)
  - Rapport
    - ej omfattet af revisorlov (RL § 1 kun etiske regler m.v. gælder)
    - f.eks. besvarelse af spørgsmål
  - Konsultation (f.eks.)
    - fremme egen bevisførelse eller
    - svække modparts

## ◆ Revisor ("egen") kan i forlængelse af lovpligtig revision (jf. RL § 1, stk. 2) udarbejde særlige opgørelser/erklæringer m.v. til voldgift

- Revisor er "uafhængig" (jf. RL kap. 4) og "offentlighedens tillidsrepræsentant" (RL § 16) i situationen

# Voldgiftsrettens antagelse af revisor

**Voldgiftsretten kan antage revisor til at besvare konkrete spørgsmål og/eller rapportere vedrørende aftalte arbejder (syn og skøn)**

## ◆ Aftalebrev med vilkår udarbejdes

- Aftalebrev godkendes af voldgiftsretten
  - som regel efter høring hos sagens parter
  - da disse (eller den ene part) endeligt skal honorere skønsmanden
- NB: Ved syn og skøn ved **almindelig retsinstans** er det den, der rekvirerer syn og skøn, der hæfter for skønsmandens honorar (Retsplejeloven).

## ◆ Afrapportering kan være:

- **Erklæring:** Efter revisorlov, erklæringsbek. og RS eller
- **Rapport:** Uden for revisorlov

# Syns- & skønsmand udpeget af voldgiftsretten: Krav

**For skønsmand udpeget af voldgiftsretten kræves, at revisor**

- ◆ **Er uberygtet (jf. Retsplejelovens §§ 197 og 60)**
  - Habil
  - Fuldstændig upartisk
- ◆ **Besidder fornødne (professionelle, teoretiske og faglige) kvalifikationer**

**NB! Retsplejelovens § 197, stk. 2:**

"Til at foretage syn og skøn kan **kvinder** udmeldes lige såvel som mænd."



# Voldgift: Revisors arbejdes værdi som bevis

- ◆ **Revisors rapportering er:**
  - et blandt flere beviser i sagen
- ◆ **Voldgiftsretten kan ved vurdering og kendelse tillægge revisors rapportering den betydning den vil**
- ◆ **Parterne kan stille**
  - supplerende,
  - afklarende og
  - kritiske spørgsmål

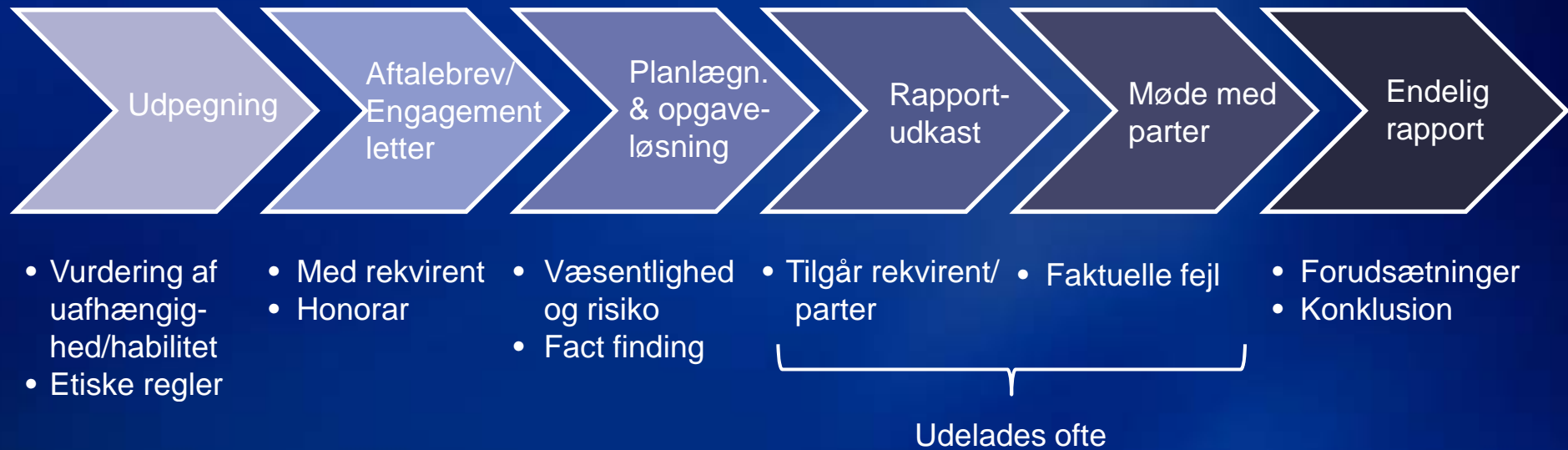
# Voldgift: Vidneforklaring

**Vidner, herunder revisor, indkaldes af den part, der ønsker vidnet ført**

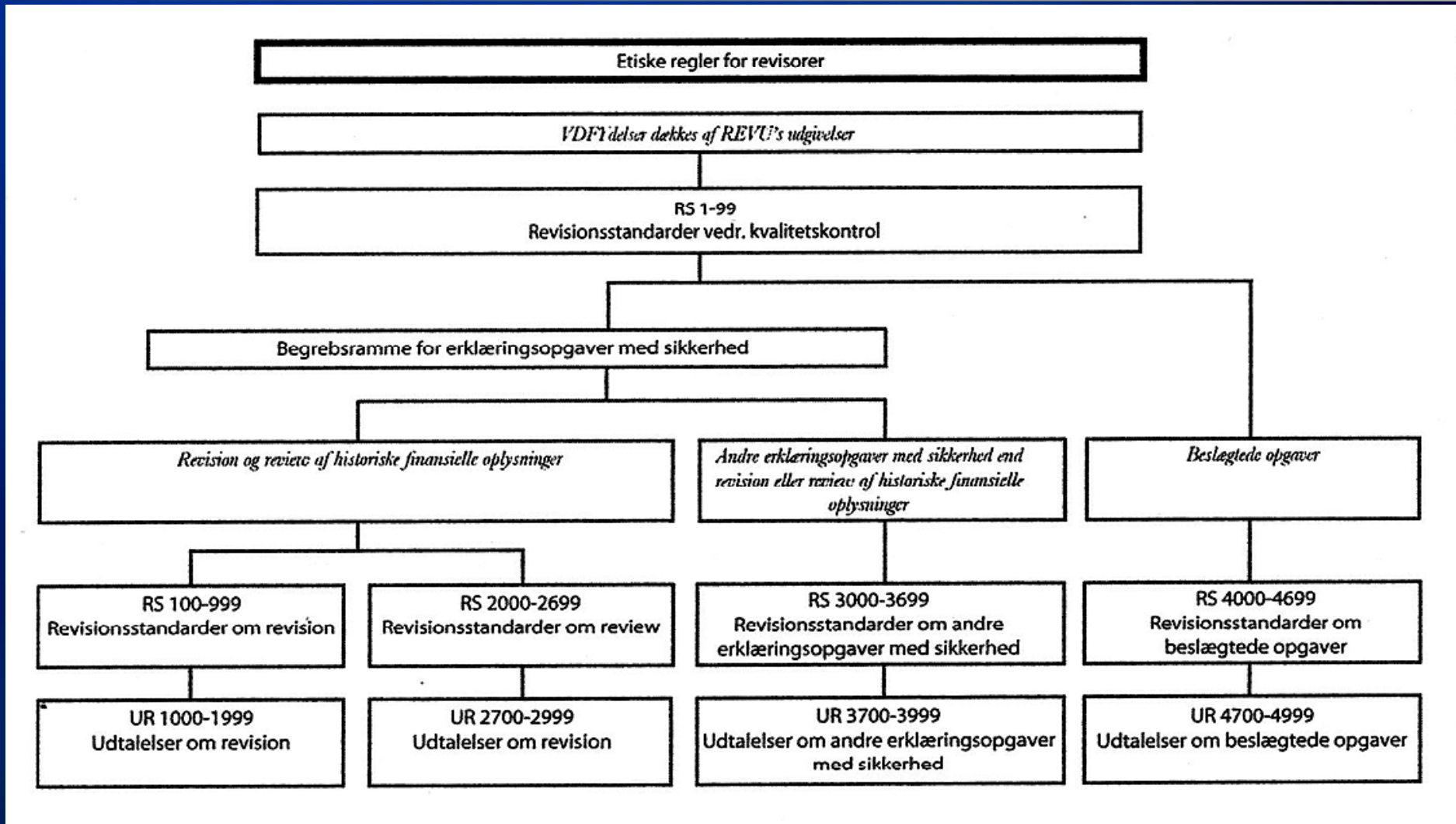
- ◆ Retsplejelovens regler om vidnepligt gælder IKKE
- ◆ Ved voldgift er *en part* eller *vidnet* ikke omfattet af straffelovens § 158 om falsk forklaring
- ◆ Men
  - At nægte vidneforklaring kan tillægges bevismæssig betydning
  - Ved domstols medvirken kan sikres forklaring under strafansvar



# Voldgift: Syn & skøn (uafhængig rapport) - proces



# Revisor skal følge krav i lovgivning (RL), bekendtgørelser (Erklærings- hhv. uafhængighed), standarder (RS)



# Voldgift: Revisorerklæringer

## "Andre erklæringer med sikkerhed" \*)

Erklæringen skal **min.** indeholde følgende i nævnte rækkefølge (EB § 14, stk. 1):

1. Identifikation af indhold, hvorom der afgives erklæring (erklæringsemnet) og
  - beskrivelse af erklæringsopgaven,
2. Omtale af revisors ansvar og det udførte arbejde, jf. EB § 14, stk. 2,
3. Forbehold, jf. EB § 15,
4. Konklusion om det udførte arbejde, jf. EB § 14, stk. 3-5 og
5. Supplerende oplysninger, jf. EB § 16.

I omtalen af udført arbejde **skal** oplyses om erklærings-opgavens formål og karakter.

Herunder skal oplyses evt. standarder.

\*) Erklæringsbekendtgørelsen

# Voldgift: Revisorerklæringer

## "Andre erklæringer med sikkerhed" \*)

### ➔ Høj grad af sikkerhed

- ◆ Revisors konklusion **skal** udtrykke:
  - Om erklæringsemnet giver et retvisende billede eller
  - Er udarbejdet i.o.m. de anvendte kriterier, den er vurderet eller målt efter.

### ➔ Begrænset sikkerhed

- ◆ Revisors konklusion **skal** udtrykke:
  - Om revisor ved det udførte arbejde er blevet opmærksom på forhold, der giver anledning til at konkludere, at erklæringsemnet **ikke giver et retvisende billede** eller **ikke er** udarbejdet i.o.m. de anvendte kriterier, det er vurderet eller målt efter.

\*) Erklæringsbekendtgørelsen

# Skønsmænd

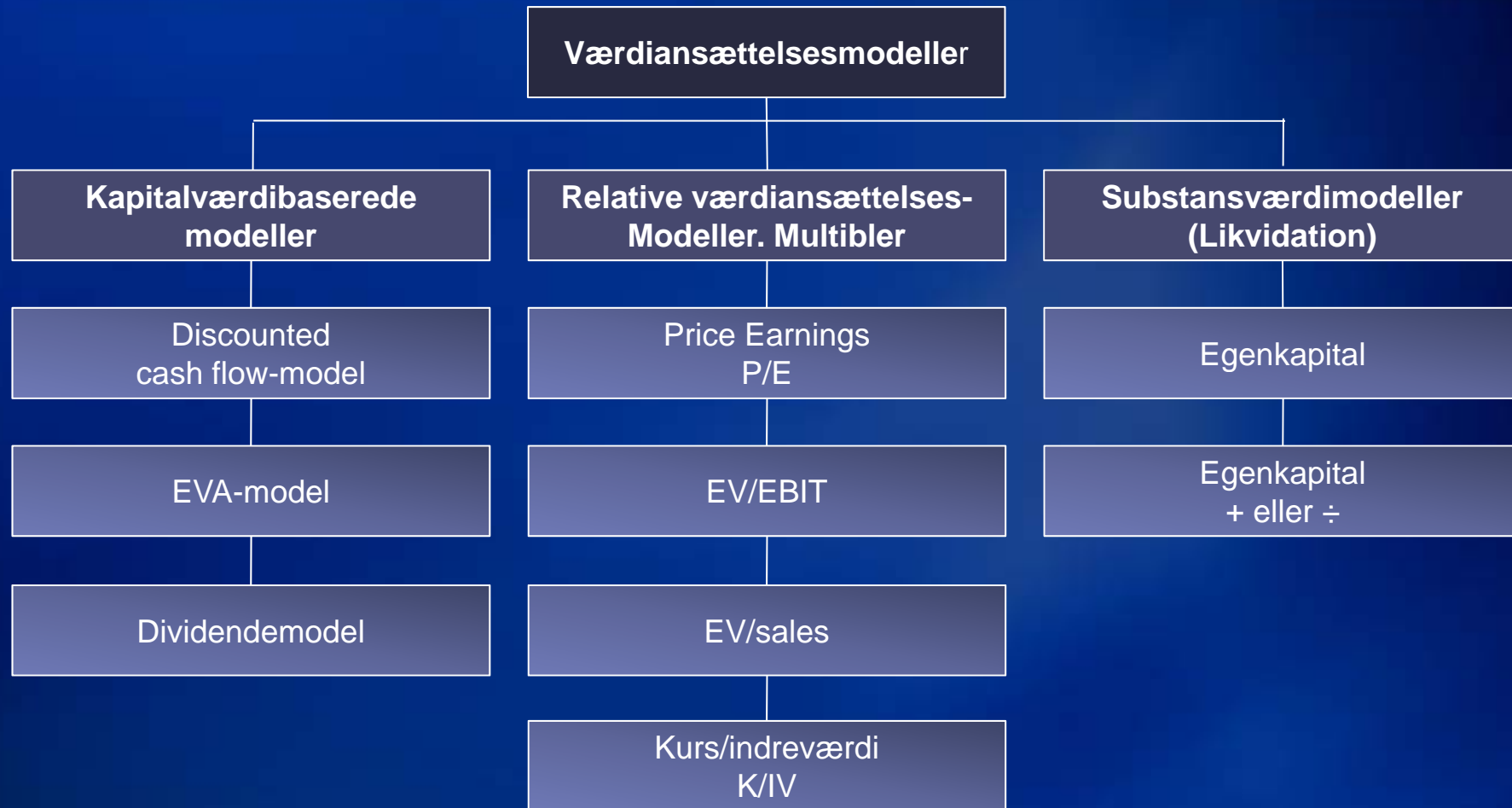
## Revisornævnskendelse - Sag 65/2008-S

### bankTrelleborg/Sydbank/Indløsning af minoritet

- ◆ **Udpeget af FSR, jf. LFV § 144, stk. 5**
  - Skønsmænd skal alene tage stilling til, om værdien er højere end det tilbudte.
- ◆ **Vurderingsberetning - Erklæring jf. RL § 1, stk. 2**

**"Andre erklæringsopgaver med sikkerhed med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for konklusionen."**
- ◆ **Habilitetskrav**
  - Svarende til dem, der efter retsplejeloven gælder for syns- og skønsmænd (henviser til habilitetskrav for dommere)
  - Gælder ved siden af habilitetsregler i revisorloven (RL)
- ◆ **RS 3000 pkt. 10 - Aftale om indhold af opgaven**
  - "Eksistensen af et lovgivningsmæssigt påbud kan opfylde kravet om aftalens indhold. Selv i sådanne situationer kan et **aftalebrev** (med FSR) imidlertid være hensigtsmæssigt."
- ◆ **Udkast til vurderingsrapport tilgår begge parter**

# Værdiansættelsesmodeller



Kilde: Plenborg (2000) + egne ændringer

# Væsentlige definitioner i M&A og M&A voldgift

- ◆ **Enterprise Value (EV)/Værdi af gældfri virksomhed:**
  - Værdiansættelse uafhængig af finansiering
  - Ekskl. nettorentebærende gæld (NIBD) pr. en given dato
  - EV opgøres f.eks. basis
    - DCF (**D**iscounted **C**ash **F**low)
    - P/E (**P**rice/**E**arning)
    - Andet
- ◆ **Net Interest Bearing Debt (NIBD) (balancebaseret)**
- ◆ **Net Working Capital (NWC) (balancebaseret)**
  - Normalised ?
    - Sæson/Andet

# Sammenhæng EV, NIBD og NWC

	Udgangspunkt	Kreditor		Tilgodehavender		Salg Anlægsaktiv	
		For sent betalt 5	For tidl. betalt 5	For sent betalt	For tidl. betalt	Salg 15 Avance 0	Salg 15 Avance 5
Enterprise Value (EV) <sup>1)</sup>	100	100	100	100	100	100	100 <sup>2)</sup>
NIBD	-25	-20	-30	-30	-20	-10	-10
Købesum	75	80	70	70	80	90	90 <sup>2)</sup>
NWC	+30	+25	+35	+35	+25	+30	+30

1) Værdi af gældfri virksomhed beregnet via DCF/multibler (P/E)/børskurs m.v.

2) Egenkapitalen stiger som udgangspunkt med 5 (før skat).



# Sammenhæng NWC og NIBD

Regnskabspost	Definition
Tilgodehavender	NWC
- Rentebærende	NIBD
Kreditinstitutter, kort og lang	NIBD
Finansiell leasing gæld (rentebærende)	NIBD
Operationel leasing	Off balance
Leverandørgæld	NWC
Skyldig skat (rentebærende)	NIBD
Udbytte afsat (del af egenkapitalen)	NIBD
Udskudt skat aktiv/passiv (langfristet)	- *)

Koncernforhold	Moder	Døtre	Associerede
Tilgodeh./gæld (herunder varesalg, anden sædv. samhandel m.v.)			
- rentebærende	NIBD	elimineres i K/C	NIBD
- ikke-rentebærende	NWC	elimineres i K/C	NWC
Sambeskatningsbidrag			
- til gode	NIBD **)	elimineres i K/C	NIBD **)
- skyldigt	NIBD **)	elimineres i K/C	NIBD **)

\*) Efter forhandling evt. NIBD/NWC

\*\*) Hvis rentebærende

# Industries A/S- balance sheet by caption

There is no standard definition for NIBD. NIBD typically includes all interest-bearing financial assets and liabilities. NIBD can include debt-like items such as pension provision, lease liabilities and customer advances

Determining which positions should be included in the definition of NIBD is part of the SPA negotiation process

A NIBD agreement does not protect a buyer from changes in other balance sheet positions. Therefore, further adjustment mechanisms, such as the net working capital (NWC) mechanism, should be used as well.

Balance sheet by caption								
DKK'000	FY2007	FY2008	FY2009	Fixed assets	Working capital	Net debt	Other	Total
<b>Assets</b>								
Intangible assets	1,536	1,024	512	512				512
Tangible assets	27,426	30,595	37,528	37,528				37,528
Financial assets	401	399	955	955				955
Total fixed assets	29,363	32,018	38,995	38,995	-	-	-	38,995
<b>Current assets</b>								
Inventory	3,370	3,753	3,240		3,240			3,240
Trade receivables	62,873	63,532	111,163		111,163			111,163
WIP	49,046	22,511	4,434		4,434			4,434
Intercompany receivables	-	-	357			357		357
Other receivables	3,888	1,587	965		965			965
Cash	5,492	112,587	121,516			121,516		121,516
Total current assets	124,669	203,970	241,675	-	119,802	121,873	-	241,675
<b>Total assets</b>	<b>154,032</b>	<b>235,988</b>	<b>280,670</b>	<b>38,995</b>	<b>119,802</b>	<b>121,873</b>	<b>-</b>	<b>280,670</b>
<b>Liabilities</b>								
<b>Equity</b>								
Share capital	(44,000)	(44,000)	(44,000)	-	-	-	(44,000)	(44,000)
Retained earnings and dividends	(21,417)	(62,179)	(83,230)	-	-	(50,000)	(33,230)	(83,230)
Total equity	(65,417)	(106,179)	(127,230)	-	-	(50,000)	(77,230)	(127,230)
Subordinated loan capital	-	-	-					
<b>Provisions</b>								
Deferred tax liability	(13,300)	(6,850)	(6,375)		(6,375)			(6,375)
Other provisions	(200)	(200)	(200)		(200)			(200)
Total provisions	(13,500)	(7,050)	(6,575)	-	(6,575)	-	-	(6,575)
<b>Long term debt</b>								
Credit institutions	(636)	(306)	(16)			(16)		(16)
<b>Short term debt</b>								
Credit institutions	(258)	(330)	(290)	-		(290)	-	(290)
Trade payables	(41,796)	(40,437)	(33,400)	-	(33,400)	-	-	(33,400)
WIP, prepayments	(6,212)	(16,518)	(70,263)	-	(70,263)	-	-	(70,263)
Intercompany	-	(398)	(223)			(223)		(223)
Joint taxation payable	-	(35,859)	-		-	-		-
Other current liabilities	(26,213)	(28,911)	(42,673)	-	(42,673)	-	-	(42,673)
Total short term debt	(74,479)	(122,453)	(146,849)	-	(146,336)	(513)	-	(146,849)
<b>Total liabilities</b>	<b>(154,032)</b>	<b>(235,988)</b>	<b>(280,670)</b>	<b>-</b>	<b>(152,911)</b>	<b>(50,529)</b>	<b>(77,230)</b>	<b>(280,670)</b>

Source: Industries A/S, Annual report 2007-2009

# Væsentlige definitioner i M&A (fortsat)

## ◆ Resultatopgørelsen - særlig ved Earn-Out:

- Omsætning
- Bruttoavance/Gross margin
- EBIT (**E**arnings **B**efore **I**nterest and **T**ax)
- EBITDA (**E**arnings **B**efore **I**nterest, **T**ax, **D**epreciation & **A**mortization)
- Ordinary/Exceptional/Normalised
- Særlige poster/ekstraordinære poster
- Skat/udskudt skat (forudsætninger og ændringer heri)

Vær helt præcis

# Net Working Capital - eksempel

**Net Working Capital** means Accounts Receivable from ordinary trade customers including, if any, intra group customer plus Inventory less Accounts Payable to ordinary trade suppliers including, if any, intra group supplier as at the Closing Date as determined in accordance with Danish GAAP. The Net Working Capital shall be an amount in EUR calculated on the basis of the official exchange rate between EUR and the local currency of each of the Companies as at the Closing Date at 12.00 CET. With regard to \_\_\_\_\_, the Net Working Capital will be calculated and included on a pro rata basis reflecting the shareholding interest transferred pursuant to the Agreement. The Net Working Capital shall exclude any payables to the Seller's group reflecting management fees (see Schedule 3.3).

The Normalized Net Working Capital shall be calculated on the basis of the average last 12 months available.

What is Normalised Net Working capital ?

# Net Working Capital - eksempel

**Net Working Capital** shall be determined in accordance with GAAP

<b>Fixed Assets</b>	<b>120</b>
<b>A Inventory, net of provisions</b>	<b>45</b>
<b>A Trade receivables, net</b>	<b>20</b>
<b>A Trade payables and accruals</b>	<b>(25)</b>
<b>A Other current assets/liabilities</b>	<b>(5)</b>
<b>Provisions</b>	<b>(12)</b>
<b>Long term liabilities</b>	<b>(35)</b>
<b>Debt, net</b>	<b>(28)</b>

**Net Working Capital** is the aggregate of all line-items marked "A" in the pro-forma Balance Sheet above (being £35m), and **Final Working Capital** shall be determined by aggregation of the same line items from The **Completion Balance Sheet**



# Særlige forhold - eksempel

## Accounting Principles

2. All liabilities of the business will be included in **Final Working Capital**.
3. Any amounts received in respect of insurance claims in relation to fixed assets shall be excluded from the Statement of **Final Working Capital**.
4. Month End Accruals relating to the closed operations of Plant A shall be excluded from the Statement of **Final Working Capital** to the extent that...
5. No liability will be included in the statement of **Final Working Capital** in respect of employees holiday accrual.
6. Any amount provided or accrued in **Working Capital** at the last Accounts Date will be included in the Completion Accounts except to the extent discharged by payment of cash, and for the avoidance of doubt will not be released in the Completion Accounts due to the expiration of time

# Accounting policies/principles – eksempel

## Basis of preparation of the Completion Statement

### 1. The **Completion Statement** shall:

- a) be prepared in accordance with the **specific Accounting Principles** set out in Paragraphs 1 to 10 of Part D of this schedule;
- b) except as specified by paragraph a), be prepared adopting the accounting policies, principles and bases adopted in preparation of the 31 December 2010 Audited Consolidated Financial Statements;
- c) where the **accounting treatment** set out in paragraphs 1(a) and (b) above do not deal with a matter, be prepared in accordance with IFRS extant at 31 December 2010 (hereafter “IFRS”)

1. Specific policies/principles

2. Consistency with last audited accounts

3. An agreed GAAP

# Hovedregler vedr. M&A-aftaler/voldgift

- ◆ **Minimer risici/usikkerhed ⇒ alt andet lige: Højere pris**
- ◆ **Vælg væsentlige veldefinerede parametre**
- ◆ **Undgå utilsigtede påvirkningsmuligheder**
- ◆ **Vær præcis:**
  - Definitioner
    - Udgangspunkt
    - Referencer
    - Skøn - definer så tæt som muligt
    - Vedlæg bilag, hvor hver enkelt post er specifikt defineret.  
Eksempel med reference til seneste revidere regnskab eller anden opgørelse kan bruges som basis.



# Hovedregler vedr. M&A-aftaler/voldgift (fortsat)

## ◆ Kontrol over opgørelsen - hvem opgør/udarbejder

- Hvem udarbejder? (køber/sælger)
- Hvem reviderer? (revision)
- Hvem kontrollerer? }
- Hvem (gen)reviderer? } modpart

## ◆ Modpartens kontrol

- Adgang til selskab/key-personnel/bogholderi
  - Dokumentation/udskrifter/detaljeringsgrad
  - Revideret opgørelse?
  - Modparts revisor/revisors arbejdspapirer?

## ◆ Frister

- Vær præcis
- Fornøden tid. Men ikke mere !
- Undgå at der kan ske forhaling

## ◆ Loyalitet ?!!

# Reguleringer

- ◆ **Undgå (så vidt muligt) "krone for krone" (i hvert tilfælde uden "Thresholds")**
  - Revision af "krone for krone"
    - ⇒ reduceret væsentlighedsniveau
    - ⇒ større stikprøver, mere arbejde, mere tidsforbrug
- ◆ **Fastlæg "Thresholds" (væsentlighed)**
  - Enkeltvis og samlet
- ◆ **Fastlæg evt. maksimal regulering**
  - Pr. forhold
  - Pr. post
  - I alt/Totalt



## Kontaktoplysninger

**Finn L. Meyer**

**KPMG**

**+45 38 18 32 51**

**flmeyer@kpmg.dk**

**kpmg.dk**