

# Var är multipeln?

CLAES ZETTERMARCK\*

## 1. Bakgrund

Privata företagsöverlåtelser är av stor ekonomisk betydelse. Enligt uppgift<sup>1</sup> uppgick värdet av sådana transaktioner och publika transaktioner med svenska målbolag under 2016 till mer än 26 miljarder euro. I publika transaktioner, det vill säga avseende bolag där aktierna är noterade på någon fondbörs, förekommer en daglig prissättning av aktierna. Någon sådan prissättningsmekanism finns inte rörande aktier som förvärvas genom privata företagsöverlåtelser. I sådana situationer blir det i stället fråga om att värdera målbolaget enligt någon eller några traditionella företagsvärderingsmodeller. Dessa modeller bygger ofta på antaganden om framtida resultat och köparens avkastningskrav.

Rörelseresultatet kan fångas på olika nivåer i resultaträkningen. Fråga kan också vara om att göra antaganden om ett normaliserat rörelseresultat, det vill säga ett resultat som är rensat från kostnader av engångskaraktär. Oavsett om antagandena baseras på historiska resultat eller prognoser om framtiden eller en kombination därav, är det dock alltid fråga om förväntningar rörande den framtida intjäningsförmågan.

Det kan också vara andra parametrar som ligger till grund för värderingen, till exempel omsättningen eller antalet kunder. Detta förändrar inte diskussionen i denna artikel, varför framställningen här koncentreras till resultaträkningen i målbolaget.

Köparens förväntan rörande målbolagets resultat kommer inte sällan till uttryck i en multipel. Multipeln bestäms av köparens avkastningskrav. Det kan också inträffa att realismen i antagandena stäms av mot andra kända transaktioner i samma bransch. Oavsett hur härmed förhåller sig, har köparen i regel vid bestämmandet av transaktionsvärdet utgått ifrån att varje resultatkrona har ett högre värde än en krona. Med transaktionsvärdet som utgångspunkt bestäms sedan priset för aktierna. Priset på aktierna kan till exempel vara högre än transaktionsvärdet, om bolaget har en nettokassa eller lägre, om bolaget har en nettoskuld.

\* Advokat och f.d. ordförande i Sveriges advokatsamfund.

<sup>1</sup> Uppgifterna kommer från Mergermarket och inkluderar publika bud, men exkluderar transaktioner med lägre värde än 5 miljoner euro.

## 2. Frågeställning

Antag nu att det efter köpet visar sig att målbolaget inte genererar det resultat som köparen förväntat sig. Fråga är alltså om en avvikelse, en negativ sådan, i resultaträkningen i förhållande till köparens förväntan. Kan köparen i en sådan situation med fog kräva kompensation från säljaren med stöd av ett multipelresonemang? Annorlunda uttryckt: kan köparen med framgång hävda att varje förlorad krona i resultaträkningen ska ersättas med till exempel fem (5) kronor eftersom köparen vid bestämmande av aktiernas pris utgått från att varje resultat krona var värd fem (5) kronor? Fortsättningsvis kallas detta Multipelfrågan.<sup>2</sup>

## 3. Förutsättningar

Avtalsfrihet råder. Parter kan därför inom ramen för ett aktieöverlåtelseavtal välja att reglera sina mellanhavanden såsom de önskar. Intet hindrar till exempel att de uttryckligen anger att varje brist på en (1) krona i målbolagets resultaträkning ska ersättas med fem (5) kronor. Alternativt kan de ange att någon multipelberäkning inte ska ske vid bestämmandet av ersättningen till köparen vid fel eller brist i målbolagets resultaträkning. Att frågan regleras på något av dessa vis torde dock förekomma endast undantagsvis.<sup>3</sup> Anledningen till detta går bara att spekulera om. En säljare kan till exempel invända att målbolagets framtida intjäningsförmåga är köparens möjlighet och risk. Om resultatet blir bättre än förväntat, påpekar säljaren, utgår inte någon tilläggsköpeskilling. En köpare kan å andra sidan hävda att om prissättningen av aktierna baseras på viss multipel, måste motsvarande multipel användas då köparen ska kompenseras för brist i resultaträkningen. Eljest gör säljaren en "vinst" på köparens bekostnad hävdar köparen. Oavsett ståndpunkt är risken med att föreslå viss lösning att motparten i kraft av sin förhandlingsstyrka säger blankt nej. Då är frågan löst. Av detta följer måhända att part kan tycka att det är en bättre lösning att inte uttryckligen reglera Multipelfrågan. Då kvarstår i vart fall möjligheten att i efterhand argumentera för sin ståndpunkt.

Förutsättningarna för denna artikel är således att en klar avtalsbestämelse rörande Multipelfrågan saknas i aktieöverlåtelseavtalet. Vidare förutsätts att, i den mån annat ej avtalats, 1990 års köplag, är tillämplig. Det är alltså inte en transaktion där CISG är tillämplig.

<sup>2</sup> Se Stefan Lindskog, Något om köprättsligt fel i rörelsedrivande aktiebolag, i Festskrift till Gotthard Calissendorff, 1990, s. 129 ff.

<sup>3</sup> Se Magnus Forssman, Företagsöverlåtelser, 2 uppl. 2011, s. 125 f.

## 4. Diskussion

Enligt köplagens regelsystem är felpåföljderna, så vitt nu är av intresse, prisavdrag, hävning, skadestånd och avhjälpande. Prisavdraget är avsett att återställa balansen mellan parterna på grund av att säljaren levererat en felaktig vara.<sup>4</sup> Det är värderelationen vid tidpunkten för avlämnandet som är relevant enligt 38 § köplagen. Fel föreligger bland annat om varan avviker från vad köparen med fog kunnat förutsätta enligt 17 § köplagen. Enligt 18 § köplagen föreligger fel om varan inte överensstämmer med sådana uppgifter om dess egenskaper eller användning som säljaren lämnat före köpet och som kan antas ha inverkat på köpet. Rätt till prisavdrag föreligger vid fel i varan. Rätt till skadestånd föreligger bland annat om felet eller förlusten beror på försummelse på säljarens sida eller om varan vid köpet avvek från vad säljaren särskilt utfäst (40 § tredje stycket köplagen). Redan här kan alltså konstateras att det vid bedömningen av köparens ersättningsanspråk kan komma att få betydelse om det rör prisavdrag eller skadestånd.

I modern tid har Högsta domstolen, så vitt jag känner till, inte haft att ta ställning till Multipelfrågan.

Ett äldre fall av intresse är NJA 1949 s. 91. Det gällde i och för sig köp av fastighet. Omständigheterna var i korthet följande:

En fastighet köptes för 83 000 kronor. Enligt uppgift var den årliga hyresinkomsten av fastigheten 3 150 kronor. Efter köpets avslutande visade det sig emellertid att den årliga hyresinkomsten var 575 kronor lägre än vad som uppgivits.

Högsta domstolen konstaterade först att parterna före köpet gemensamt gått igenom en beskrivning av fastigheten. I beskrivningen återfanns uppgiften om den årliga hyresinkomsten. På fråga från köparen bekräftade säljaren att uppgifterna i beskrivningen var riktiga. Med hänsyn härtill fann Högsta domstolen att det måste tagas för visst att parterna utgått från den gemensamma förutsättningen att fastigheten såldes på de villkor som innefattades i beskrivningen.

Uppgifterna om hyresavkastningen skulle enligt Högsta domstolen betraktas som bindande oaktat någon utfästelse angående hyresavkastningen inte fanns i köpekontraktet. Säljaren förpliktigades därför att gottgöra köparna för den skada som åsamkats dem genom hyresuppgifternas oriktighet. Skadan uppskattades till 6 000 kronor.

Högsta domstolen talar förvisso inte om prisavdrag, utan om skada. Icke desto mindre kan konstateras att den årliga bristande hyresinkomsten

<sup>4</sup> Se Johnny Herre, Relationen mellan prisavdrag, avhjälpandekostnadsersättning och skadestånd – några systematiska reflexioner mot bakgrund av NJA 1998 s. 792, i Rättsvetenskapliga studier tillägnade minnet av Knut Rodhe, 1999, s. 147 ff.

uppgående till 575 kronor gav köparna kompensation med 6 000 kronor. Utgången ger därför stöd för att ett multipelresonemang eller ett krav grundat på förväntad avkastning skulle kunna accepteras av Högsta domstolen.

Transaktionsjurister torde ofta sträva efter att aktieöverlåtelseavtalet ska vara heltäckande. Eventuella tvister ska avgöras inom avtalets fyra hörn. I något sammanhang har sagts att strävan är att göra avtalet "judge-proof", det vill säga en domare eller skiljeman ska inte ges utrymme att rubba den balans mellan parterna som framgår av avtalet. Oavsett existensen av tolkningsutrymmet för domaren kan ändå konstateras att marknaden bedömt en fullständig reglering av parternas mellanhavanden enligt köplagen som mindre lämplig. Exempel på bortskrivning av köplagens regelsystem är att köparen inte äger rätt att häva köpet eller att säljarens ansvar för målbolagets skatteskulder varar under längre tid än den i 32 § andra stycket köplagen angivna tvåårsfristen. Andra exempel utgör viss beloppsnivå för att brist eller fel ska föranleda någon rättsföljd och att säljarens ansvar är begränsat till visst högsta belopp.

I vad mån fyrahörnprincipen eller köplagens principer får genomslag när aktieöverlåtelseavtalet är tyst rörande Multipelfrågan är betydelsefullt. Ytterst handlar det om en tolkning av aktieöverlåtelseavtalet och inte minst däri intagna bortskrivningar av köplagens tillämpning på avtalet.

Här ska inte i detalj diskuteras hur en effektiv bortskrivning av hela köplagen ska formuleras. Avgörandet NJA 2016 s. 237 finns dock goda skäl att studera för den som ägnar sig åt att skriva aktieöverlåtelseavtal.

Twisten i nyss nämnt fall gällde överlåtelse av bostadsrätt (kontorslokal) för 28 miljoner kronor. I en objektbeskrivning upprättad av mäklaren angavs "Boarea cirka 1 297 m<sup>2</sup>. Areauppgifter enligt bostadsrättsföreningen".

Någon uppgift om arean togs inte in i köpekontraktet. I kontraktet angavs följande om bostadsrättslokalens skick:

"Säljaren har uppfyllt sin upplysningsplikt. Köparen har före köpet beretts tillfälle att undersöka bostadsrättslokalen och avstår med bindande verkan från alla anspråk mot säljaren på grund av faktiska fel, rådighetsfel, rättsliga fel eller andra fel och brister, inklusive så kallade dolda fel, i bostadsrättslokalen av vad slag de vara må. Säljaren svarar inte heller i något hänseende för bostadsrättslokalen[s] utvecklingsmöjligheter. Ovanstående friskrivning påverkar dock inte säljarens ansvar för de i detta avtal lämnade garantier."

I kontraktet noterades under rubriken "Övriga handlingar" att köparen tagit emot objektbeskrivningen. Areauppgiften fanns inte bland säljarens lämnade garantier.

Efter köpet visade det sig att arean, enligt domstolarna, var 1 195 m<sup>2</sup> och inte 1 297 m<sup>2</sup>.

Högsta domstolen konstaterar inledningsvis att de slutligt formulerade avtalsvillkoren ska ses i ljuset av – inte isolerade från – parternas tidigare kontakter i saken. Vidare uttalar Högsta domstolen att det typiskt sett måste ställas krav på tydlighet om en part ska kunna frigöra sig från i vart fall mer

preciserade uppgifter om varan som har lämnats under förhandlingar och andra kontakter som rört köpet. Sedan det konstaterats att uppgifterna om lokalens area var en avtalad egenskap uppkom fråga om friskrivningens betydelse.

Först noterar Högsta domstolen att friskrivningen kan avse såväl felpåföljder som varans egenskaper. För att uppgifter från säljaren ska neutraliseras krävs att friskrivningen på ett tillräckligt tydligt vis befriar säljaren från ansvar för den preciserade uppgiften. Slutsatsen i det konkreta fallet blev att den allmänt hållna friskrivningen inte gavs någon verkan mot den preciserade areauppgiften.

I princip hade köparen således rätt, men säljaren undslapp ansvar på grund av för sen reklamation från köparen.

Av avgörandet följer att en generell friskrivning inte ger säljaren ett effektivt skydd i förhållande till lämnade preciserade uppgifter.

Inom ramen för en privat företagsöverlåtelse förekommer i regel ett massivt informationsflöde från säljaren till köparen. Detta informationsflöde kan omfatta såväl faktiska uppgifter om kostnader och intäkter som prognoser rörande framtiden. Uppgifterna kan vara preciserade. Faktiska uppgifter av betydelse kan komma att garanteras av säljaren. Till exempel kan garanteras att gällande avtal för IT-drift och service kostar visst belopp per månad. På intäktssidan kan till exempel garanteras att hyresintäkten för visst kvartal uppgår till visst belopp. I regel avser sådana garanterade uppgifter förhållandena vid köpet – inte tiden efter köpet. Prognoser om målbolagets framtida utveckling torde sällan garanteras.

En första fråga blir då om det för säljarens ansvar är av betydelse att lämnad uppgift avser ett faktiskt förhållande (hyresintäkten för fastigheten föregående år var 2 miljoner kronor) eller en prognos (vi bedömer att hyresintäkten för fastigheten kommer att uppgå till 2 miljoner kronor nästa år).

I fråga om budget och prognoser finns en publicerad skiljedom från 1986.<sup>5</sup> Domen torde ha fått stort genomslag i det praktiska rättslivet bland annat mot bakgrund av bristen på avgöranden från Högsta domstolen så vitt nu är i fråga.<sup>6</sup>

I skiljedomen uttalades följande om prognoser och budgets:

”Budgets och prognoser är givetvis alltid behäftade med osäkerhet. Graden av osäkerhet beror på flera olika faktorer, såsom kvalitén på det faktaunderlag varpå de grundas samt insikterna och omdömet hos den eller de personer som upprättar sådana handlingar. Uppenbart är att en säljare som tillhandahåller prognoser och budgets i samband med en företagsöverlåtelse, inte utan vidare kan svara för i dessa handlingar antagen lönsamhet eller beräknat rörelseresultat. För att ett sådant ansvar skall uppkomma fordras i princip antingen en uttrycklig garanti eller liknande försäkran eller att de sakuppgifter som redovisas i handlingarna inte är korrekta eller att de redovisas på ett vilseledande sätt.

<sup>5</sup> Se Årsskrift från Stockholms Handelskammars Skiljedomsinstitut 1986.

<sup>6</sup> Se Anders Johansson, Undersökningsplikt vid aktieförförvärf, SvJT 1990 s. 81 ff.

Vidare kan en säljare givetvis bli ansvarig om han avsiktligt förleder köparen genom att mot bättre vetande presentera felaktiga prognoser eller felaktiga budgets.”

Hur förhåller det sig, om av säljaren lämnade faktiska uppgifter för förfluten tid visar sig vara felaktiga?

Enligt skiljenämnden var svaret på den frågan följande: ”Ett dåligt resultat urgröper den förvärvade substansen. Trots att resultatet per avtalsdagen inte garanterats eller eljest angetts i avtalet finner nämnden därför att uppgifterna i rapporterna om resultatet under respektive period har betydelse som upplysningar angående rörelsens standard. Då [säljaren] under den aktuella tiden haft ansvaret för driften och rapporteringen bör enligt nämndens mening en väsentlig negativ avvikelse från rapporterat resultat principiellt kunna leda till prisnedsättning enligt köplagens felregler.”

Här kan först noteras att skiljenämnden ansåg att ansvar kunde förekomma trots att resultatet inte garanterats eller eljest angetts i avtalet. En faktisk uppgift rörande förfluten tid skulle alltså, enligt skiljenämnden, kunna medföra prisnedsättning om den negativa avvikelsen var väsentlig. Prisnedsättning skulle då kunna ske enligt köplagens felregler. I detta uttalande ligger, enligt min uppfattning, att den ursprungliga balansen mellan parterna ska återställas. Det torde innebära att priset skulle kunna reduceras med högre belopp än den faktiska bristen i resultaträkningen. Det är onekligen en slutsats som stämmer väl överens med utgången i ovan angivna NJA 1949 s. 91.

Säljarens ansvar för prognoser och budgetar, om garanti ej lämnats, torde vara svagt. Å andra sidan torde säljaren svara för lämnade uppgifter om faktiska förhållanden i förfluten tid, oavsett om garanti lämnats. Inom ramen för Multipelfrågan skulle, något tillspetsat, kunna sägas att köparens bedömning av framtiden med utgångspunkt i säljarens prognoser inte är relevant. Sådana slutsatser är inte något som köparen med fog kunnat utgå från vid bestämmandet av köpeskillingen. Köparens bedömning av framtiden med utgångspunkt i av säljaren lämnade faktiska uppgifter rörande förfluten tid skulle däremot vara relevant. Sådana slutsatser skulle vara något som köparen med fog kunnat utgå från vid bestämmandet av köpeskillingen.

Svaret på Multipelfrågan blir att söka i det enskilda aktieöverlåtelseavtalet. Vilket genomslag ska fyrahörnsprincipen få i förhållande till ett prisavdrag beräknat enligt köplagens principer? Ytterst torde svaret på frågan bero på hur pregnant och precist avtalsförfattarna lyckats eller misslyckats med att avlägsna sig från köplagen.

Multipelfrågan har varit föremål för bedömning i två opublicerade skiljedomar som jag känner till. Flera domar kan säkert finnas. Av intresse att notera är att Multipelfrågan i båda domarna besvarades nekande. Köparen gavs alltså inte rätt att räkna upp konstaterad garantiavvikelse med någon multiplikator.

I den första skiljedomen konstateras att köparen vid garantibrott skulle kompenseras krona för krona för uppkommen förlust (Loss). Definitionen av Loss utslöt indirekt skada "such as losses of synergies or losses of other similar profits or revenues or advantages that the Buyer or its affiliated parties expected to make or obtain". Det var utrett att multiplar hade diskuterats under förhandlingarna. Det var dock inte utrett att säljaren hade accepterat att en multipelberäkning var avgörande för transaktionsvärdet. Härtill kom att avtalet saknade bestämmelser om en multipelberäkning vid garantiavvikelse. Om parterna varit ense om detta, kunde de enkelt ha infört en sådan klausul i avtalet. Skiljenämnden konstaterade att avtalstexten inte återspeglade någon gemensam partsavsikt av innebörd att en förlust skulle multipelberäknas. Tvärtom ansågs uttrycket krona för krona tala för säljarens tolkning, det vill säga att en multipelberäkning ej var avsedd.

I den andra skiljedomen hade säljaren garanterat hyresintäkter för ett visst kvartal till visst belopp. Den garanterade uppgiften var felaktig. Vid tillträdet upprättades en avräkning mellan parterna. Denna avräkning beaktade bland annat målbolagets kassa. Eftersom lägre belopp flutit in i kassan på grund av garantiavvikelsen blev köpeskillingen för aktierna lägre. Köparen hävdade att vetskap om den lägre hyresintäkten hade medfört ett lägre transaktionsvärde och därmed en lägre köpeskillning. Därför skulle garantibristen uppräknas med viss multipel. Det motsatte sig säljaren.

Skiljenämnden, majoriteten, konstaterade bland annat att garantin avsåg ett kvartal, att transaktionsvärdet ej hade bestämts genom en överenskommen formel samt att definitionen av Loss i avtalet inte kunde utsträckas till framtida kassaflöde. En sådan tolkning skulle enligt majoriteten strida mot avtalets struktur. Genom att köparen erhållit kompensation för garantibristen under aktuellt kvartal hade köparen erhållit full kompensation för garantibristen. Minoriteten ansåg att garantin avsåg egendomens avkastningsförmåga. Därför skulle köparen kompenseras för att avkastningsförmågan var lägre än garanterad. I princip godtogs ett resonemang i överensstämmelse med NJA 1949 s. 91.<sup>7</sup>

## 5. Slutsatser

Ett aktieöverlåtelseavtal, som inte uttryckligen behandlar Multipelfrågan, är förenat med risk. En köpare kan förlora rätten till prisavdrag bestämt enligt köplagens felregler. En säljare kan åläggas att betala till köparen baserat på köparens berättigade antaganden om framtiden med utgångspunkt i av säljaren lämnade faktiska uppgifter rörande förfluten tid. Ytterst handlar

<sup>7</sup> Se Stefan Lindskog, En avhandling om aktieöverlåtelser, SvJT 1993 s. 124 ff., not 83.

svaret på Multipelfrågan om omständigheterna i det enskilda fallet. Av intresse är inte uteslutande avtalets ordalydelse eftersom avtalet antas sakna ett klart svar på frågan. Därför är även vad som förekommit under avtalsförhandlingarna av betydelse. Antag till exempel att prissförhandlingarna mellan parterna uteslutande kretsat kring vilken multipel som ska appliceras på ett visst resultat för bestämmande av köpeskillingen. Även om denna multipeldiskussion ej återspeglas i avtalstexten torde köparen i en sådan situation ha gott stöd för ett prisavdrag som är multipelberäknat. Var multipeln är inom ramen för ett aktieöverlåtelseavtal är svårt att ge ett allmängiltigt svar på. Omständigheterna skiftar. Säljaren kan ha friskrivit sig från felansvar enligt 17 och 18 §§ i köplagen genom att avtalet anger att felansvar endast kan förekomma vid brott mot garantikatalogen. Fråga är dock om en sådan begränsning av felansvaret också har fångat rättsföljden prisavdrag och dess beräkning? Ibland, men inte alltid, kan svaret ges genom en avtalad definition av vad som utgör ersättningsgill "skada".

Ett torde dock vara säkert: Multipelfrågan är inte bortglömd. Den kommer att dyka upp igen.