

## Østre Landsrets dom af 18. december 2019

(landsdommerne Ib Hounsgaard Trabjerg, Henrik Bitsch og Inge de Neergaard (kst.)).

20. afd. nr. B-575-18:

Z A/S

(tidl. X A/S)

(advokat Preben Kønig)

mod

1) A

2) B

(begge v/advokat Peter Bang)

Københavns Byrets dom af 19. marts 2018 (BS 28B-1798/2013) er anket af Z A/S (tidl. X A/S), der har nedlagt påstand om frifindelse over for de indstævntes påstand 1 og 2. Over for de indstævntes påstand 3 har appellanten principalt påstået afvisning og subsidiært frifindelse.

De indstævnte, A og B, har påstået stadfæstelse.

Landsretten har ved kendelse af 27. juni 2018 afvist anmodninger fra appellanten om afholdelse af syn og skøn ved en anden syns- og skønsmand og om, at landsretten under hovedforhandlingen tiltrædes af to sagkyndige medlemmer.

### **Supplerende sagsfremstilling**

Af retsbog af 11. marts 2014 fra Københavns Byret fremgår, at X A/S ved et forlig opnåede en lejenedsættelse vedrørende erhvervslejemålet ... 2300 København S, fra den 1. marts 2013, der skulle implementeres over 4 år og ville medføre en samlet årlig lejenedsættelse på 758.481 kr. ekskl. moms.

Som anført i byrettens dom er der udarbejdet skønserklæring af 8. marts 2013 og tre supplerende skønserklæringer af 7. oktober 2015, 31. oktober 2016 og 21. december 2017.

Af den supplerende skønserklæring af 7. oktober 2015 fremgår under besvarelsen af spørgsmål F om vægtningen af ledelsens budget/forecast bl.a.:

”...

I skønsrapport af 8. marts 2013 er der redegjort for baggrunden for at jeg som alternativ til ledelsens forventede udvikling har udarbejdet et scenarie 2. Følgende er bl.a. anført:

”I egenskab af skønsmand har jeg udbedt mig dokumentation for den af ledelsen forventede udvikling. Af referater fra afholdte bestyrelsesmøder, fremgår at ledelsen har megen fokus på udviklingen i kundefølgeligheden ligesom der er iværksat effektiviseringsprojekter i virksomheden (”Turn around”). Ledelsens budget 2013 og forecast for 2014 og 2015 indeholder umiddelbart alene i begrænset omfang nogen økonomisk effekt af disse tiltag.

Der er ikke modtaget materiale, som bekræfter den negative udvikling, som ledelsen har indarbejdet i henholdsvis budget 2013 og forecast for årene 2014 og 2015.”

Ved værdiansættelsen har jeg i egenskab af skønsmand skønnet, at det forekommer mere sandsynligt, at virksomheden vil realisere scenarie 2 fremfor scenarie 1. Som følge heraf indgår værdien opgjort ved anvendelse af scenarie 1 og 2 med henholdsvis 25% og 75%.

...”

I samme erklæring har skønsmanden under besvarelsen af spørgsmål N om værdien af aktierne pr. 30. juni 2012 efter DCF-metoden under nærmere angivne scenarier anført bl.a.:

”...

X A/S har aflagt årsrapporter for 2010, 2011 og 2012, hvor egenkapitalen udgør henholdsvis 24 mio. kr., 26 mio. kr. og 25 mio. kr. Virksomhedens ledelse og revisor har afgivet erklæringer på disse årsrapporter, som bl.a. omfatter bekræftelse af den viste resultat- og egenkapitaludvikling. I overensstemmelse med gældende lovgivning tager værdiansættelsen ikke højde for den goodwill, som sædvanligvis oparbejdes i virksomheden. I fald ledelsen og revisor forventede at værdien af virksomheden udgjorde 6.929 tkr. pr. 30. juni 2012, så er dette efter min vurdering ikke korrekt afspejlet i de aflagte årsrapporter for 2011 og 2012.

Endelig skal det nævnes, at jeg ikke er enig i, at de forudsætninger, som fremgår af spørgsmål N skal anvendes. Jeg fastholder således den værdiansættelse på 39.000 tkr., som fremgår af min skønsrapport af 8. marts 2013.

...”

Af den supplerende skønserklæring af 31. oktober 2016 fremgår under besvarelsen af spørgsmål Q om sammenlignelige virksomheder bl.a.:

”...

Ved anvendelse af Capital Asset Pricing Modellen (CAPM) forudsætter estimering af Beta, at de virksomheder, der benyttes, at disse er børsnoterede, og derfor vil der alt andet lige være en tendens til, at det er større multinationale selskaber,

som indgår i estimeringen. På tværs af peer-gruppen vurderes den gennemsnitlige systematiske risiko dog at være sammenlignelig med Z A/S. Virksomhederne i peer-gruppen beskæftiger sig med ”packaging”, og i gennemsnit vurderes de at være udsat for de samme systematiske risikofaktorer som Z A/S.

Det er i sagens natur ikke muligt at finde 100 % sammenlignelige selskaber, og det vil derfor være muligt at stille spørgsmålstejn ved enkelte peers. Det er derfor vigtigt at se de enkelte komponenter i værdiansættelsen i sammenhæng, og det er blandt andet derfor, der er tilføjet en præmie (inkl. smallcap), som kompenserer for den risiko, som ikke er indeholdt i beta-målet.

...”

Appellanten har for landsretten fremlagt en række beregninger og notater udarbejdet af professor, ph.d. Thomas Plenborg, Institut for Regnskab og Revision, CBS, vedrørende efterprøvning af skønsmandens værdiansættelse af selskabet. Det fremgår af de af Thomas Plenborg udarbejdede notater, at han ikke har kunnet konstatere tekniske fejl i skønsmandens værdiansættelsesmodel, herunder hverken fortegnfejle, cellerreferencefejle eller implementeringsfejle. Derimod er det Thomas Plenborgs opfattelse, at de forudsætninger, der er lagt til grund for skønsmandens erklæring særligt vedrørende forventet omsætning og sammenligning med andre virksomheder, er for optimistiske og ikke burde være lagt til grund.

Der er under ankesagen endvidere bl.a. fremlagt et notat af 13. juni 2019 udarbejdet af statsautoriseret revisor Jan Nygaard vedrørende efterprøvning af syns- og skønsmandens værdiansættelse af selskabet.

### **Forklaringer**

Der er i landsretten afgivet supplerende forklaring af C, statsautoriseret revisor Jan Nygaard, og skønsmanden, statsautoriseret revisor Chris Iversen.

C har supplerende forklaret bl.a., at han i oktober 2009 afleverede et udkast til forretningsplan for X A/S til Søren Lyager. Planen blev ikke behandlet i bestyrelsen, og man valgte at gå i en anden retning. Umiddelbart præsterede X A/S pæne resultater de efterfølgende år, men virksomheden tabte kunder, da produkterne var for dyre, og salget af ...-emballagen var for nedadgående. Virksomheden havde udviklet et nyt produkt, som et par kunder havde givet tilsagn om at købe, hvis det blev sat i produktion, men i 2012 viste det sig, at de pågældende kunder ikke var kontraktuelt forpligtede, hvilket medførte, at maskiner mv. måtte afskrives helt. I foråret 2012 blev ejerne bedt om at indskyde penge eller stille en garanti over for bankerne,

hvilket han og hans sønner afslog. Ingen af disse udfordringer blev drøftet i bestyrelsen. Advokaterne ville gerne sælge virksomheden, hvilket blev drøftet på bestyrelsesmødet den 11. april 2012. Under bestyrelsesmødet argumenterede han for at lukke virksomheden ned i en kontrolleret proces, men der var ingen tilslutning til dette forslag. Han havde indhentet en salgsvurdering af virksomheden, som viste, at nettoprisen var 6 mio. kr. med en garantiperiode på 12 måneder. Der var fire tilsvarende virksomheder til salg i Skandinavien, og der var derfor ingen interesserede købere. Det var besluttet, at virksomheden skulle flytte, og en potentiel køber skulle derfor kompenseres for ekstraordinær husleje og flytteomkostninger. Den pris, som han betalte til sin søster, lå over markedsværdien. Grunden til, at han betalte en overpris, var, at han havde brugt 25 år af sit liv på at drive virksomheden og ønskede at forsøge at få den op at køre igen. Det var en stor opgave at komme igennem 2. halvår af 2012. Det var altid i første halvdel af året, de tjente flest penge. Virksomheden flyttede til nye lokaler den 31. december 2013. Det ville have medført en række udgifter, hvis de skulle have indhentet en ny miljøgodkendelse af virksomheden uden at flytte. Skønsmanden var fuldt ud klar over udfordringerne, hvilket de talte om på møderne med ham. Det var en meget stor opgave at flytte fabrikken på så kort tid, og det påvirkede virksomheden i 2014 og 2015. Virksomhedens godkendelser vedrørende transport af farligt gods udløb med udgangen af 2014, hvilket medførte, at de var nødt til at afholde store udgifter til efterudvikling af deres produkter. Markedet for metalemballage er stærkt faldende. I 2012 var der seks virksomheder som X A/S i Skandinavien, men i dag er der to tilbage. Virksomheden havde en opblomstring i 2013, hvor den nye ledelse sanerede medarbejderstaben og realiserede det, der kunne realiseres, hvilket havde en positiv indflydelse på bundlinjen. I 2014 var der kun én af deres tidligere fem største kunder tilbage, som stod for mere end 45 % af deres omsætning. Det er korrekt, at huslejen blev sat ned, men nedsættelsen blev fordelt over fire år. Estimatet på 2 mio. kr. for miljørensning vedrører en flytning af virksomhedens lastbiler til en fabrik i Hedehusene.

**Jan Nygaard** har supplerende forklaret bl.a., at han fulgte X A/S tæt i de år, hvor han var virksomhedens revisor. Selv om årsregnskabet ikke var udarbejdet, var det tydeligt allerede i marts 2013, at resultatet for 2012 ikke ville blive lige så godt som resultatet for 2011. X A/S var en sæsonvirksomhed, hvor første halvår altid gav et bedre resultat end andet halvår. Formålet med at udarbejde notatet af 13. juni 2019 var at efterprøve beregningerne i skønsmandens rapporter. Han konstaterede, at skønsmanden havde anvendt modellerne korrekt. Han er imidlertid uenig i skønsmandens vurdering af virksomhedens risikoprofil, da en virksomhed

som X A/S ikke kan sammenlignes med børsnoterede virksomheder. Det kan efter hans opfattelse ikke være mindre risikabelt at investere i X A/S end i en børsnoteret virksomhed. Der bør benyttes en højere WACC-rate end den, skønsmanden har anvendt, hvilket i sig selv vil reducere værdien af virksomheden med 13,7 mio. kr. Efter hans opfattelse er hans egen beregning af WACC-raten mere rigtig end skønsmandens, fordi skønsmanden har anvendt en forkert beta-værdi og har fratrukket et risikotillæg på 0,3 i stedet for at lægge det til. De vigtigste parametre i forbindelse med den konkrete værdiansættelse er den forventede omsætning, WACC-raten og den estimerede huslejereduktion. Ved beregning af WACC-raten indarbejder man forskellige risikotillæg. Han har ved sine beregninger benyttet samme risikotillæg som skønsmanden, men får et andet resultat, fordi han har ændret på de øvrige parametre. Det af skønsmanden anvendte microcap tillæg på 4,07 % er i den lave ende. Skønsmanden har desuden foretaget en for optimistisk fremskrivning af budgettet, inddraget ekstraordinære indtægter som ordinære aktiviteter, bl.a. vedrørende salg af skrot, hvilket var en engangsforeteelse, og fejlagtigt vurderet, at virksomheden kunne forbedre sin dækningsgrad ved effektiviseringer.

**Skønsmand Chris Iversen** har supplerende forklaret bl.a., at X A/S efter hans opfattelse var inde i en positiv udvikling på det tidspunkt, hvor han udarbejdede værdiansættelsen. Han tog udgangspunkt i regnskabstallene og lagde virksomhedens officielle årsrapporter og halvårsregnskabet for 2012 til grund ved sine beregninger. Han fandt ikke behov for at tage ud og besøge virksomheden, men han så billeder af fabrikken og holdt flere møder med repræsentanter for virksomheden. Han fik forelagt materiale, hvoraf fremgik, at ledelsen anslog udgifterne til støjdemping til 2 mio. kr. Han satte sig godt ind i materialet og læste blandt andet referaterne fra bestyrelsesmøderne, hvoraf fremgik, at det ikke var besluttet, at virksomheden skulle flytte. Han bad virksomhedens ledelse om at orientere ham om væsentlige forhold, som han burde være opmærksom på ved værdiansættelsen. Han fik det materiale, han bad om, og blev ikke orienteret om yderligere forhold. Ved værdiansættelsen vægtede han ledelsens vurdering med 25 %. Han tilsidesatte ledelsens vurdering, fordi den var for uambitiøs. Hvis ledelsens vurdering havde været korrekt, burde revisor ikke have underskrevet det netop aflagte halvårsregnskab. Det er i den forbindelse vigtigt at være opmærksom på, at selskabets revisor ikke havde taget forbehold for, at virksomheden kunne fortsætte. Hvis revisor f.eks. mente, at værdierne i selskabet var væsentlig mindre end det, der umiddelbart fremgik, skulle han have taget et forbehold for going concern. Man vil aldrig kunne finde virksomheder, der er 100 %

sammenlignelige, når man skal værdiansætte en virksomhed. De virksomheder, han har anvendt som sammenligningsgrundlag, er ikke fuldstændig sammenlignelige med X A/S, men det har han taget højde for ved at kigge på et gennemsnit. Alle de virksomheder, han har inddraget, er emballagevirksomheder. DCF-modellen baserer sig på budgetter, og her er ledelsens forventninger inddraget. Ved beregningen af en normaliseret EBITDA tages der udgangspunkt i realiserede resultater samt eventuelle ekstraordinære forhold, som parterne har oplyst bør inddrages. Han har vægtet de to modeller 50/50 baseret på sin erfaring, hvilket er sædvanlig praksis. Hans forventning om 1,5 % i vækst baserer sig på andre virksomheder. I mange virksomheder er den årlige vækst på 2 %. En vækst på 1,5 % er meget afdæmpet og forudsætter ikke særlige investeringer. Han fik præsenteret en vurdering fra en ejendomsmægler, der viste, at den husleje, som virksomheden betalte, ikke var markedskonform. Størrelsen af huslejen har betydning for værdiansættelsen. Hvis der havde været truffet en beslutning om, at virksomheden skulle flytte, ville flytteudgifter såvel som eventuelle gevinster ved flytningen have haft indflydelse på værdiansættelsen, men det var der ikke. Ved fastsættelse af beta-værdi har det bl.a. betydning, om der er tale om en nystartet virksomhed, som normalt vil have en større risiko end en veletableret virksomhed. X A/S havde eksisteret i mange år med en fast kundedatabase, og omsætningen var fordelt på flere kunder. Valuation Service, som har medvirket til at fastsætte WACC-raten, er en uafhængig afdeling i Ernst & Young (tidligere KPMG), som har stor erfaring med opgaver af den karakter. Han er enig i, at størrelsen af WACC-raten gør en stor forskel for resultatet af værdiansættelsen, men han er ikke orienteret om forhold, der giver anledning til at ændre den vurdering, som fremgår af skønsrapporterne.

### **Procedure**

Parterne har for landsretten gentaget deres anbringender for byretten og har procederet i overensstemmelse hermed. A og B har endvidere gjort gældende, at det under ankesagen udarbejdede notat af 13. juni 2019 er et partsindlæg uden bevisværdi, da det bygger på begivenheder indtrådt i 2014 og 2015. Disse forhold har, i det omfang forholdene var foruddiskonterbare og af skønsmanden blev fundet relevante for værdiansættelsen, allerede været afvejet af skønsmanden ved udarbejdelsen af skønserklæringen i marts 2013. Dertil kommer, at de forhold af faktisk karakter, der i øvrigt omtales i notatet, har været præsenteret for skønsmanden i forbindelse med de i 2016 og 2017 afgivne supplerende skønserklæringer.

### **Landsrettens begrundelse og resultat**

Selskabslovens § 67, stk. 3, fastlægger ikke, hvad der nærmere skal forstås ved udtrykket ”kapitalandelens værdi”. Heller ikke forarbejderne til bestemmelsen eller de tidligere gældende bestemmelser i aktieselskabsloven indeholder en præcis angivelse af de principper, der skal gælde for værdiansættelsen.

Når minoritetsaktionærer under visse omstændigheder har pligt til at afstå deres aktier til fordel for en anden aktionær, indebærer dette imidlertid et intensivt indgreb i minoritetsaktionærens rettigheder. Der skal derfor tilkendes de berørte aktionærer fuld erstatning, og selskabslovens bestemmelser om tvangsindløsning må fortolkes i overensstemmelse med dette beskyttelseshensyn.

Det følger af Højesterets dom af 6. marts 2013 (gengivet i UfR2013.1730), at indløsningskursen ved tvangsindløsning af minoritetsaktier efter selskabslovens regler skal fastsættes ud fra minoritetsaktiernes handelsværdi. Som grundlag for vurdering af handelsværdien kan indgå eventuelle oplysninger om opnåede kurser ved handler i en periode op til tvangsindløsningen under forudsætning af, at det må antages, at handlerne er indgået mellem uafhængige parter og ikke er påvirket af forhold, der er særegne for den pågældende handel.

Efter bevisførelsen lægger landsretten til grund, at den aktiehandel, som blev gennemført i maj 2012 mellem søskendeparret D og C, var afslutningen på en langvarig konflikt om driften af X A/S, og at der ikke blev foretaget nogen værdiansættelse af Ds kapitalandele inden handelens gennemførelse. Den kurs, der blev handlet til i maj 2012, kan på den baggrund ikke lægges til grund som udtryk for den reelle værdi af aktieposten, og handelsværdien må i stedet fastlægges efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesmetoder.

Der er mellem parterne enighed om, at værdien af kapitalandelene skal vurderes pr. 30. juni 2012, og der skal derfor ved værdiansættelsen tages udgangspunkt i forholdene på dette tidspunkt.

Det fremgår af skønserklæringen, at det blev aftalt med sagens parter, at værdiansættelsen af aktierne skulle foretages ved anvendelse af henholdsvis EBITDA multipler og ”Discounted Cash Flow” (DCF) modellen. Parterne er enige om, at skønsmændene har anvendt modellerne

korrekt, og at beregningerne ikke er fejlbehæftede. Tvisten vedrører spørgsmålet om, med hvilken vægt forskellige parametre skal indgå i beregningerne.

Skønsmanden har til brug for værdiansættelsen udarbejdet et revideret budget for 2013 og reviderede prognoser for årene 2014-2015, som indgår i beregningerne med en vægt på 75 %. Af skønsmandens budgetter og prognoser fremgår en forventet årlig omsætningsvækst på 1 % for årene 2013-2014 og på 1,5 % fra 2015 og fremefter. Det fremgår af skønsmandens forklaring for landsretten, at en vækst på 1,5 % anses som meget afdæmpet og ikke kræver særlige investeringer.

Ved identifikation af EBITDA multipler har skønsmanden taget udgangspunkt i virksomheds-transaktioner, som fremgår af offentlige finansielle databaser, og som efter hans vurdering er egnede til at indgå i grundlaget for værdiansættelsen. Skønsmanden har ved fastlæggelse af WACC-raten fået bistand af Ernst & Youngs (tidligere KPMG) Valuation Service.

Skønsmanden har vurderet, at X A/S' driftsmæssige risiko ligger lidt under markedets gennemsnitlige risiko med en beta-værdi på 0,7. Beta-værdien er beregnet ved en sammenligning med ti børsnoterede emballagevirksomheder, som er udvalgt af skønsmanden. Skønsmanden har oplyst, at den gennemsnitlige systematiske risiko for de udvalgte virksomheder vurderes at være sammenlignelig med X A/S, og at der er kompenseret for den risiko, som ikke er indeholdt i beta-målet, bl.a. ved at indarbejde et smallcap-tillæg i den beregnede WACC-rate.

Landsretten lægger til grund, at skønsmanden har foretaget værdiansættelsen, herunder fastlæggelsen af virksomhedens driftsmæssige risiko og forventede omsætning, efter en gennemgang af relevant materiale, som forelå på tidspunktet for vurderingen. I grundlaget for værdiansættelsen indgik bl.a. virksomhedens officielle årsrapporter for 2009, 2010 og 2011 samt det netop offentliggjorte halvårsregnskab for 2012, hvoraf det fremgår, at virksomheden havde en stigende omsætning fra 2011 til 2012. Skønsmanden har i de supplerende skønserklæringer, og senest under afhjemlingen for landsretten, ad flere omgange erklæret, at han ikke er gjort bekendt med forhold, som giver anledning til at ændre værdiansættelsen.

Efter bevisførelsen finder landsretten herefter, at appellanten hverken har dokumenteret eller sandsynliggjort, at de af skønsmanden udøvede skøn er fejlbehæftede eller mangelfulde, her-



under at der ikke er taget behørigt hensyn til X A/S' markedsmæssige situation. Den omstændighed, at skønsmanden ikke har besigtiget virksomheden i forbindelse med værdiansættelsen, kan ikke tillægges betydning i den forbindelse. Det bemærkes endvidere, at selskabets egen revisor ikke i det senest aflagte årsregnskab havde taget forbehold for fortsat drift.

Ved opgørelsen af den normaliserede EBITDA og i forbindelse med udarbejdelsen af de reviderede budgetter har skønsmanden korrigeret for en forventet nedsættelse af huslejen, ekstraordinære udgifter til opsagte medarbejdere mv. samt engangsudgifter på i alt 2 mio. kr. til afhjælpning af et påbud om støjbelastning. Indtægter ved salg af skrot er indgået i beregningerne som en del af virksomhedens ordinære aktiviteter. Forventede flytteudgifter er ikke medtaget, da der på tidspunktet for vurderingen ikke var truffet beslutning om flytning af virksomheden.

Landsretten finder ikke grundlag for at tilsidesætte skønsmandens vurdering af disse forhold, som er foretaget i lyset af de aftalte vurderingsprincipper. Særligt vedrørende salg af skrot bemærkes, at disse indtægter efter landsrettens opfattelse, uanset indtægternes størrelse, må anses som en naturlig del af de ordinære aktiviteter for en virksomhed, der producerer metalemballage. For så vidt angår flytteudgifterne bemærkes, at appellanten ikke har godtgjort, at der var truffet beslutning om en flytning af virksomheden på tidspunktet for værdiansættelsen. Da værdiansættelsen er opgjort under hensyn til virksomhedens normalindtjening, tiltræder landsretten endvidere, at der er korrigeret for den del af huslejen, der oversteg markedslejen, og for ekstraordinære udgifter til advokater og revisorer mv., og at der derfor ikke er grundlag for at tilsidesætte værdiansættelsen af disse årsager.

Den omstændighed, at en minoritetsaktie ved salg på det almindelige marked ofte vil indbringe en lavere pris end selskabets øvrige aktier eller måske være helt uden salgsværdi, kan efter landsrettens opfattelse ikke tillægges nogen betydning i et tilfælde, hvor der er tale om et tvangsmæssigt salg mellem forskellige aktionærer inden for samme selskab. Der skal derfor ikke foretages et fradrag herfor.

Herefter, og da det, Z A/S i øvrigt har anført, ikke kan føre til andet resultat, finder landsretten, at skønsmandens vurdering af aktieposternes forholdsmæssige andel af selskabets samlede værdi skal lægges til grund ved tvangsindløsningen.

Af de grunde, der er anført af byretten, tiltræder landsretten, at indløsningssummen skal forrentes fra den 10. november 2012, og at omkostningerne ved værdiansættelsen pålægges appellanten, Z A/S, idet det bemærkes, at landsretten ikke finder grundlag for at tage appellants afvisningspåstand over for de indstævntes påstand 3 til følge.

Appellanten, Z A/S, skal betale sagsomkostninger for landsretten til de indstævnte, A og B, med i alt 75.000 kr. Beløbet dækker rimelige udgifter til advokatbistand inkl. moms. Ved fastsættelsen af beløbet til dækning af udgifterne til advokatbistand er der ud over sagens værdi taget hensyn til sagens omfang og varighed, samt at de indstævnte er repræsenteret ved samme advokat. Omkostningsbeløbet betales med halvdelen til hver af de indstævnte.

#### T h i k e n d e s f o r r e t:

Byrettens dom stadfæstes.

I sagsomkostninger for landsretten skal Z A/S betale 37.500 kr. til A og 37.500 kr. til B.

Det idømte skal betales inden 14 dage efter denne doms afsigelse.

Sagsomkostningerne forrentes efter rentelovens § 8 a.