

Advokatdagarna 28 oktober 2022

Värdering av företag i tvistemål

Robert Sevenius

1

Robert Sevenius

- Jurist & ekonom
- Rådgivare, författare & utbildare
- Sevenius & Co, Traneko M & A

2022-10-30



2

2

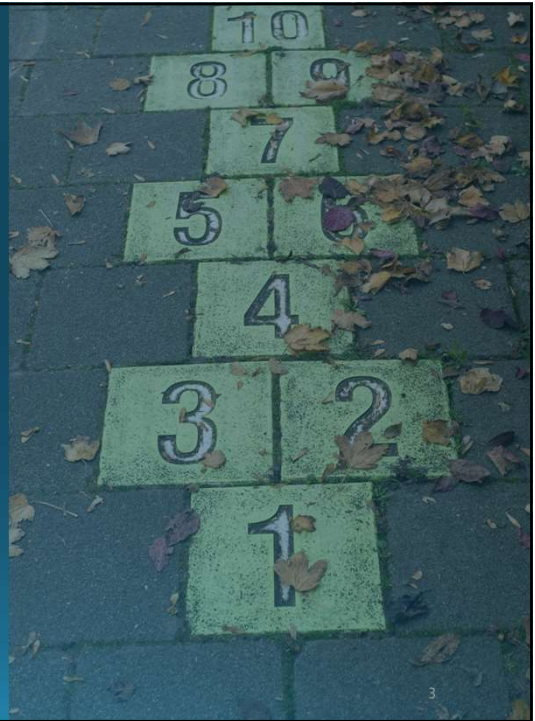
Agenda

1. Begreppet marknadsvärde
2. Värderingstekniker
3. God sed i värderingsrapporter
4. Grundantaganden
5. Värde drivare
6. Finansiella justeringsposter
7. Prognosantaganden
8. Värdeattribut
9. Skattemässig "uppgrossning"
10. Situationer och rättsfall

2022-10-30

Robert Sevenius

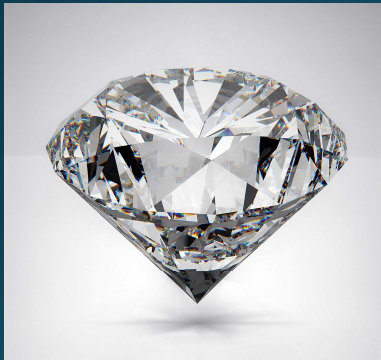
3



3

Värdeparadoxen

Varför är en diamant mer värd än ett glas vatten?



2022-10-30

Robert Sevenius

4

4

Begreppet marknadsvärde

Ett fiktivt pris...

...som en presumtiv intressent skulle köpa eller sälja för på en tänkt effektiv marknad

= *Fair Market Value (FMV)*

EFFEKTIV MARKNAD

- Öppen & oreglerad
- Rationella parter
- Lika information
- Inget tvång



- Inte bara marknadsobservationer
- Alla tekniker syftar till marknadsvärde

2022-10-30

Robert Sevenius

5



5

Case: PwC:s partneraktier

- Sthlm KamR 701/702-14
- SKV påförde PwC 48,3 milj i arbetsgivaravgifter för att vissa anställda förvärvat sk partneraktier till ett pris som understeg marknadsvärdet, beräknat med en avkastningsvärdering, beräknat till 35 000 kr/aktie.
- PwC anförde att *marknaden* för dessa aktier var i princip obefintlig (begränsad till företagets partner) och att marknadsvärdet bestäms av dessa unika egenskaper varför värdet var aktiens inlösenpris 10 kr/aktie.
- FörvR och KamR underkände SKV:s bedömning.

2022-10-30

Robert Sevenius

6

6

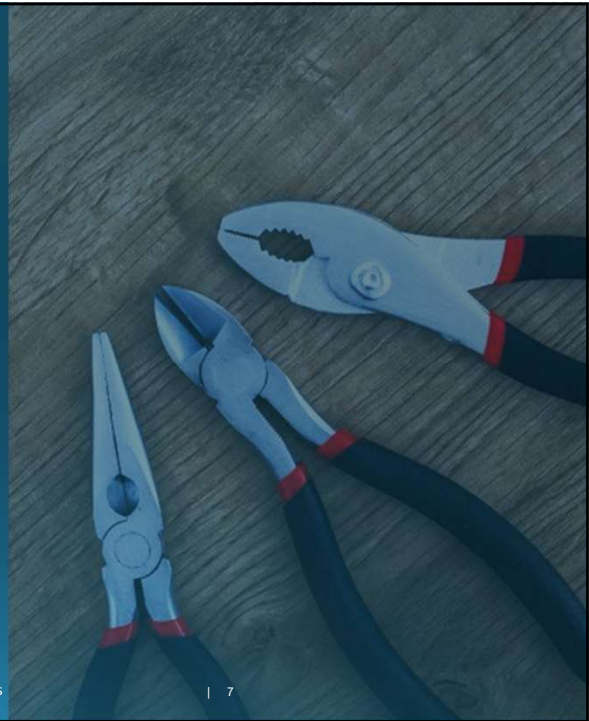
3 värderingstekniker

- AVKASTNINGSVÄRDERING
- JÄMFÖRANDE VÄRDERING
- SUBSTANSVÄRDERING
- Men...
 - Fler modeller i teorin
 - Praktiska överenskommelser
 - Diskussioner om värde

2022-10-30

Robert Sevenius

| 7



7

Värderingsteknikerna skiljer sig åt

	LIKHETER	GAP	BRYGGOR
Avkastningsvärde vs Jämförvärde	<ul style="list-style-type: none"> • Uppskattning om framtid • Tillväxt och risk • Positiva resultat och kassaflöde 	<ul style="list-style-type: none"> • Specifik vs Kollektiv • Hypotes vs Observation • Börs vs Ägarlett 	<ul style="list-style-type: none"> • Data om tillväxt & risk • Jämförelsebolagen • Illikviditetsrabatt
Jämförvärde vs Substansvärde	<ul style="list-style-type: none"> • Redovisningsinfo • Faktiska transaktioner • Ej explicit tillväxt & risk 	<ul style="list-style-type: none"> • Framtid vs Historik • Bransch vs Specifikt • Tillväxt/Risk vs Tillgångar 	<ul style="list-style-type: none"> • Data om tillgångar & marknadsvärden • Jämförelseinfo • Illikviditetsrabatt
Substansvärde vs Avkastningsvärde	<ul style="list-style-type: none"> • Redovisningsinfo • Företagsspecifik • Onoterad miljö 	<ul style="list-style-type: none"> • Framtid vs Historik • Tillväxt/Risk vs Tillgångar • Balansräkning vs Avkastningsmått 	<ul style="list-style-type: none"> • Data om tillgångar & marknadsvärden • Prognosen kopplas till tillgångarna • Data tillväxt & risk

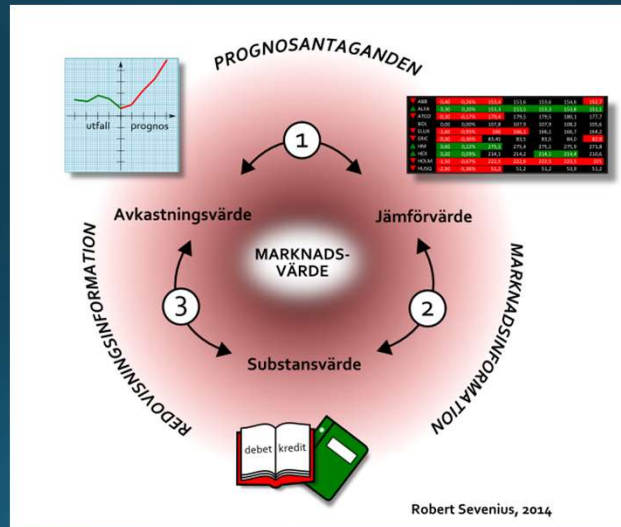
2022-10-30

Robert Sevenius

8

8

Olika informationskällor och källkritik



2022-10-30

Robert Sevenius

9

9

Uppdrag & rapporter

- "God sed" i värderingsuppdrag
 - Förankring i verksamhets-/finansiell analys
 - Medvetet teknikval
 - Triangulering av tekniker och data
 - Diskutera teknikernas gap och bryggor
 - Testa scenarier och känslighet
- Granskning av rapporter
 - Arbetets förutsättningar (uppdrag, information)
 - Antaganden och samband
 - Applicering av värderingstekniker
 - Värdeintervall och slutbedömning



2022-10-30

Robert Sevenius

10

10



11

Värderingens grundantaganden

<ul style="list-style-type: none"> • Fortsatt drift (<i>"going concern"</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> - Värderingen utgår från att verksamheten kommer att fortgå tillsvidare (i matematisk oändlighet). - Alternativet är en likvidationskalkyl med forcerade (värdeförstörande) avyttringar = "slaktvärde"
<ul style="list-style-type: none"> • Bästa nytta (<i>"highest and best use"</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> - Verksamheten är samling resurser, som ska användas på det sätt så att de når det högsta och bästa värdet som är möjligt. - 1. Fysiskt möjligt, 2. Laglig tillåtet, 3. Finansiellt genomförbart och 4. Maximalt produktivt. → Värderingen kan avvika från hur tillgångarna de facto används av nuvarande innehavare/ledning!

2022-10-30 Robert Sevenius 12

12

Har värdets källa undersökts?

"VÄRDEDREVARE" (VALUE DRIVERS)



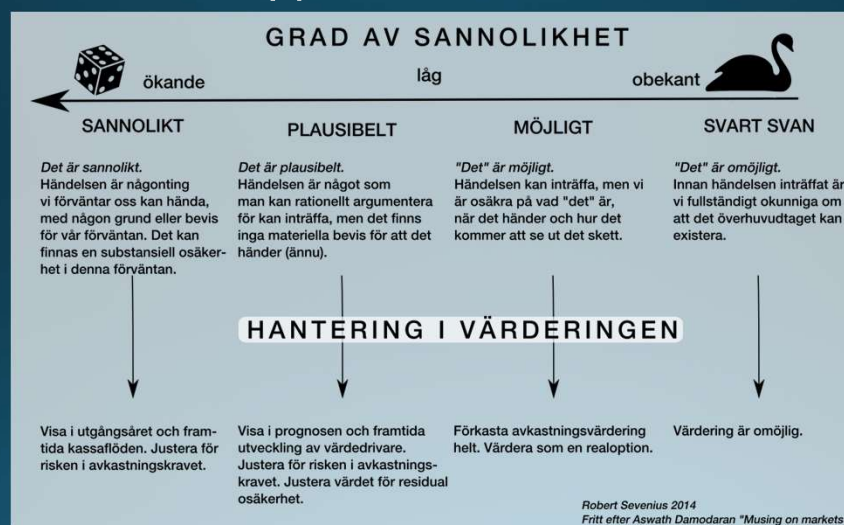
2022-10-30

Robert Sevenius

13

13

Vad är det för typ av **osäkerhet** man talar om?



2022-10-30

Robert Sevenius

14

14

Finansiella justeringar

Var är UTHÅLLIGT (NORMALISERAT) RESULTAT?

1. Engångsposter

Rensa resultatet för poster som inte är återkommande eller på annat sätt missvisande för framtiden

2. Rörelsefrämjande poster

Ett företag innehåller ofta intäkter, kostnader, tillgångar, skulder som inte tillhör kärnverksamheten eller inte ska ingå vid en överlåtelse (och ska värderas för sig)

3. Icke-marknadsmässiga poster

Många företag har av olika anledning inte tagit upp poster som inte är marknadsmässigt värderade eller inte är affärsmässigt betingade



2022-10-30

Robert Sevenius

15

15

15

Prognosens bakomliggande antaganden

Utvecklingen är <u>cyklisk</u>	Växlande och regelbundna perioder av upp och nedgång
Det finns <u>nivåer</u> , normala tillstånd	Långsiktigt uthållig jämviktslägen, vilket ofta antas vara högre eller lägre än dagens nivå
Utvecklingen har <u>momentum</u>	Nuvarande skönjbara trend kommer att fortsätta (upp, upp, upp eller ner, ner, ner)
Det kommer ske en <u>reversering</u>	Nuvarande trend kommer att brytas till dess motsats
<u>Nu</u> är rätt	Dagens siffra är det rätta estimatet, all prognoser innehåller fel och dagens nivå är ett lika gott estimat som något annat

Från A. Damodaran, Narrative and numbers (2017)

16

“Värdeattribut”

Särskilda egenskaper som värdet “hängs upp” på:

- **Likviditet**
 - Omsättning av aktier på en marknadsplats påverkar en akties värde positivt
 - Illikviditetsrabatt (småbolagsrabatt)
 - Flertal studier, normalt en rabatt om 35 – 50%

- **Kontroll**
 - Minoritetsaktieinnehav – begränsat inflytande och insyn i företaget.
 - “Minoritetsrabatt” ska räknas av från aktievärdet vid värdering av mindre aktieposter i onoterade företag

- **Annat**
 - Tillstånd och rättigheter
 - Verksamhetskategori
 - Utvecklingstakt
 - “Affärsnarrativ”

2022-10-30

Robert Sevenius

17



17

Situationer och tips



18

Case: Riksgäldens övertagande av Carnegie

6.2 pantavtalet	Om Riksgälden själv övertar äganderätten till alla eller vissa av Aktierna i enligt 6.1, annat än i samband med offentlig auktion, ska Riksgälden värdera de relevanta Aktierna med hänsyn till förhållandena vid tidpunkten för övertagandet och, såvitt avser Aktierna i Låntagaren, i enlighet med de principer som anges i 4 kap. 3 § 2 st. och 5 kap 1§ lagen om statligt stöd till kreditinstitut.
4 kap. 3 § 2 st. Stödlagen	Lösenbeloppet för en aktie ska bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden. Vid bestämmandet av aktiernas värde ska 5 kap. 1 § beaktas.
5 kap. 1 § Stödlagen	Om det i en tvist enligt denna lag uppkommer fråga om värdet av aktierna i ett bolag, ska värdet bestämmas som om bolaget inte omfattades av statligt stöd.

2022-10-30

Robert Sevenius

19

19

Skattemässig "uppgrossning"

- Att addera kompensation för bolagsskatt till beräknad rörelseskada
- Redovisningsmässigt felaktigt pga av matchningsprincipen: en intäkt ska redovisas samtidigt som dess kostnad
- Underkänns regelmässigt (bl a Hovrätten för Västra Sverige, T 2697-18 och Svea hovrätt, T 1019-02), med hänvisning till expropriationsdomarna NJA 1946 s. 580 och MÖD 2007:13.
- I Svea hovrätt T 481-15 har uppgrossning accepterat när även motparten gjort sina beräkningar före skatt, dvs. värderingen sker som om näringsverksamhet var skattefri.

2022-10-30

Robert Sevenius

20

20

Rättsfall inom lokalhyresrätt, bl a

- Svea Hovrätt T1621-14 (Profilrestauranger)
- NJA 2017 s. 261 (Sjukhuscaf et)
- NJA 2019 s. 693 (Vikens pizzeria)

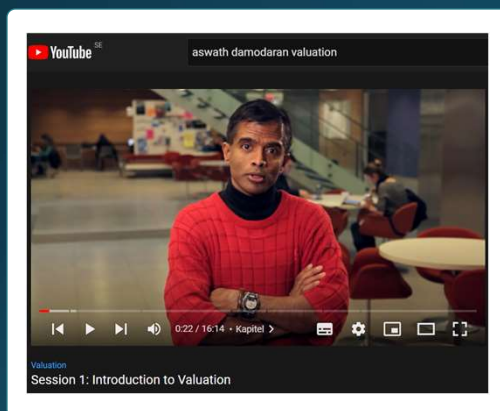
2022-10-30

Robert Sevenius

21

21

Tips (1)



Prof. Aswath Damodaran (NYU)

- Youtube-kanal
- Blogg "Musing on markets"

22

Tips (2)

“Gordons formel”

- Förenklad men korrekt avkastningsvärdering
- Kan stämmas av mot marknadens riskmått

$$\text{VÄRDE} = \frac{\text{Uthållig avkastning}}{\text{Kalkylränta} - \text{Tillväxttakt}}$$

Uppskattning av företagets uthålliga (normala) **vinst, utdelning eller kassaflöde**

Bedömning av en finansiärens ställda **avkastningskrav** på tillskjutet kapital

På uthållig sikt brukar tillväxten inte överstiga **inflationen**, BNP-tillväxt eller riskfri ränta på företagets marknader

23

Robert Sevenius

✉ robert@sevenius.se

☎ 0733-82 95 11

in LinkedIn

Bilder: Unsplash

2022-10-30



24

24