
OLLE FLYGT

**Värderingstvister – något om vad som kan göras
för att domstolars och skiljenämnders
avgöranden ska bli så högkvalitativa som
möjligt. Del 1**

2020-21 NR 3



SÄRTRYCK UR JURIDISK TIDSKRIFT

Värderingstvister – något om vad som kan göras för att domstolars och skiljenämnders avgöranden ska bli så högkvalitativa som möjligt

Del 1

OLLE FLYGT*

1. Inledning

Frågan om en tillgångs värde är av central betydelse i många sammanhang, t.ex. när ett avtal om överlåtelse ska träffas. Inte sällan går meningarna om värdet kraftigt isär mellan parterna. Det kan bero på en mängd olika faktorer. Tillgången kan ha olika högt värde för dem beroende på vad de kan göra med den, de kan tillämpa olika värderingsmetoder, de kan ha olika grader av riskvilja eller göra väsentligen olika antaganden om framtiden, för att nämna några.

När ett avtal ska träffas är värderingen av tillgången en i någon mån teoretisk övning och endast en av flera komponenter i en förhandling om en eventuell affär. Om parternas värdespann till någon del tangerar varandra (t.ex. sålunda att en anser 80–95 och en anser 90–125) blir det nog oftast affär. Om de i stället står långt ifrån varandra och inte kan komma överens om värdet eller ens nämnvärt närma sig varandra kan det ändå ibland bli affär, t.ex. genom utnyttjande av olika metoder för att dela på risker och framtidsmöjligheter, kanske med en delvis rörlig köpeskilling (tilläggsköpeskilling). Ibland går det, ibland går det inte. Avtal bygger som regel på frivillighet. Men jag ska inte ägna mig åt sådant här.

I denna artikel ska jag i stället rikta min uppmärksamhet mot värderingsfrågor i tvister. I dessa bestäms värdet på tillgången av någon annan än parterna.

* Advokat och partner, Mannheimer Swartling Advokatbyrå. Författaren vill rikta ett varmt tack till följande personer för värdefulla diskussioner och synpunkter: Fredrik Oling Andretzky, Mikael Broomé, Lars Edlund, Göran Flygt, Peter Jennergren, Åke Kjellson, Fredrik Sjövall och Leif Thorsson. Författaren svarar dock ensam för uttalandena om rättsläget och hur det brukar gå till i värderingstvister samt för de rekommendationer han lämnar, liksom för eventuella fel och brister i artikeln.

Sådana tvister uppkommer ofta i en avtalskontext, och avtalsförfattaren kan ha förutsett eller inte förutsett risken för en värderingstvist när avtalet skrevs. Vidare kan avtalsförfattaren ha eller inte ha haft erfarenhet av hur sådana tvister kan gestalta sig och därför ha eller inte ha givit avtalet ett innehåll som är styrande i tvisten (som t.ex. om vilket värde som ska sökas, hur värdetidpunkten ska bestämmas och vilken värderingsmetod som ska tillämpas). Avtalet kan ibland innehålla bevisbörderegler).

Även i tvister kan parterna ha vitt skilda uppfattningar om värdet men nu tvingas de försöka övertyga någon annan om det rätta och rimliga i sin uppfattning (och/eller det felaktiga och orimliga i motpartens uppfattning). Och detta till råga på allt kanske i en situation där ena parten egentligen inte ens vill diskutera frågan om tillgångens värde, men tvingas därtill. Det kan handla om att motparten tvångsvis vill genomdriva en tillämpning av en viss påstådd avtalsrättighet eller att en bestridd ersättningskyldighet eventuellt, beroende på hur frågan om ersättningskyldigheten i och för sig besvaras, ska bestämmas till sin storlek.

Resultatet av tvisten kan emellanåt av den ena parten – den (mest) missnöjda – uppfattas som felaktigt och närmast brutalt, eller, bättre, som begripligt men beklagligt, eller i bästa fall, som begripligt, väntat och acceptabelt.

När jag i denna artikel resonerar kring värderingstvister, menar jag tvister i vilka en central underliggande fråga är hur en viss rörelse (eller det bolag som bedriver rörelsen) ska värderas. Jag har själv fått ynnesten att vara med om ett flertal sådana tvister i olika roller och har mött olika problem när jag varit ombud respektive skiljedomare.

I de allra flesta värderingstvister finns, som redan antytts, flera tvistefrågor. Innan man kommer till värderingsfrågan kan det handla t.ex. om att avgöra om ett avtalsbrott har begåtts, om inlösenrätt föreligger eller ej enligt avtal eller om huruvida ersättningskyldighet alls föreligger enligt avtal eller lag.

När man väl kommer till värderingsfrågan kan några så fundamentala saker som t.ex. värdetidpunkten eller vilken värderingsmetod som ska tillämpas vara tvistiga. Det kan vara tvistigt om värdet av tillgången i ägarens hand, eller i en potentiell köparens hand, ska vara styrande, om det faktum att tvisten rör en minoritetspost av aktier ska beaktas osv. Självklart är därutöver (eller enbart) en hel del annat som har att göra med värderingen ofta tvistigt.

När en författare som skriver en artikel utgår från sina erfarenheter kan hen behöva fokusera och ibland förenkla för att det inte ska bli för långt och för invecklat. Jag har här självsvåldigt bestämt att denna artikel ska handla om hur de som är inblandade i värderingstvister kan bidra för att avgörandet ska bli så högkvalitativt som möjligt. Ja, högkvalitativt.¹

¹ För drygt 20 år sedan fördes en debatt om ”Kvalitet i dömandet” i denna tidskrift (JT 1998–99 nr 3 och 4). Den debatten fokuserade på vad domstolarna kunde göra, och handlade mer om handläggning, formalia och rättstillämpning än det som diskuteras här. Den var alls inte inriktad

Någon kanske frågar sig, borde författaren inte i stället skriva en artikel om hur man ska bidra till att "rätt värde" kan fastställas? Jag anser att frågan vad som är en objektivt sett riktig värdering av t.ex. ett företag är intressant, men ser samtidigt oöverbärande utmaningar med att skriva en artikel med den frågan i centrum. Ett rätt värde, i den meningen att det värdet är rätt och alla andra fel, finns inte i den typ av tvister som diskuteras i artikeln.² Företaget som ska värderas antas nämligen inte ha sålts av en villig säljare till en villig köpare i konkurrens med andra villiga köpare på en öppen och oreglerad marknad, där köparen inte varit tvingad att köpa och säljaren inte varit tvingad att sälja och båda haft likvärdig och relevant information. I vart fall har en sådan affär inte gjorts just den dag som är rätt värdetidpunkt.³ Så vad som är rätt värdering blir i den här typen av tvister inte helt sällan en underbar blandning av juridik (materiell och processuell) och ekonomi (i teori och praktik).

För att åskådliggöra problem och möjligheter har jag tyckt att det räcker bra att här endast behandla avkastningsvärderingar (ett slags absoluta värderingar) och relativvärderingar (jämförande värderingar) av företag.⁴ De teoretiska avkastningsvärderingar som behandlas här kallas DCF-värderingar (DCF = Discounted Cash Flow). I tvister brukar ofta värdeslutsatsen i en DCF-värdering stigas upp med en relativvärdering.⁵ Värdet eller värdespannet enligt å ena sidan avkastningsvärderingen och å andra sidan relativvärderingen blir sällan eller aldrig exakt desamma. Det händer att dessa värden viktas på visst sätt, innan

på värderingsmål, även om det skrevs en del om specialisering och om författande av domskäl som har varit intressant att läsa när jag skrivit denna artikel. Denna artikel är inte att se som vad annars hade varit ett mycket senkommet bidrag i nämnda debatt.

² Ett "rätt värde" i *tvisten* kan dock finnas t.ex. om avtal föreskriver att ett substansvärde ska beräknas på visst sätt utifrån ett bolags senast fastställda balansräkning eller att en aktie eller option ska värderas baserat på en portföljförvaltares senaste kvartalsredovisning till investerarna försåvitt det inte visas att värdet är högre per värderingstidpunkten och detta inte anses ha visats. Rätt värde i tvisten i de fallen kan då emellertid vara något annat än värdet på en fungerande marknad.

³ Om undantagsvis just det skulle ha skett är priset en svårslagen indikator på värdet, även om det någon enstaka gång, eller i vart fall teoretiskt, kan vara så att priset vid en faktisk överlåtelse kan avvika från ett mer rimligt, bedömt, marknadsvärde till följd av förhållanden i den specifika överlåtelsesituationen, såsom t.ex. parternas subjektiva bedömningar av företagets utvecklingsmöjligheter och risksituation, förhandlingsstyrka eller möjliga synergieffekter.

⁴ Jag är självklart medveten om att det finns flera olika metoder för värdering av företag och att alla företag (i alla faser) inte bör värderas med samma metod, liksom om att valet av värderingsmetod i viss tvist kan styras av olika regler (exempelvis i avtal, bolagsordning eller prejudikat) men det bortser jag alltså från i denna artikel.

⁵ Det är alltså värdet (nuvärdet) av framtida förväntade kassaflöden, som söks när en DCF-värdering görs. Försättningsvis kommer jag i denna artikel att kalla "framtida förväntade kassaflöden" för "framtida kassaflöden". Ett annat avkastningsmått, som man hade kunnat välja, är resultat. Eftersom kassaflöden är det enda avkastningsmått jag själv har stött på i de värderingstvister jag varit inblandad i har jag här valt kassaflöden, och således DCF-metoden, för avkastningsvärderingar.

den värderingssakkunniga⁶ kommer fram till sin värdeslutsats, men vanligare är, enligt min erfarenhet, att relativvärderingen bara stagar upp värdeslutsatsen i avkastningsvärderingen.

Värderingsuppgiften för (skilje-)domaren kan vid en första anblick tyckas lätt i den meningen att inte endast ett visst slut är rätt, eftersom DCF-värderingar är framåtblickande, bygger på en blandning av fakta, antaganden om framtiden och bedömningar och således inte kan vara någon exakt vetenskap, utan snarare en konstart. Inte heller en relativvärdering kan göra anspråk på att vara korrekt, eller på exakthet, eftersom den bygger på en jämförelse med hur andra företag, som bedöms likna värderingsobjektet, värderas. Men uppgiften är inte lätt utan den är svår, inte sällan mycket svår, om man vill att resultatet ska bli högkvalitativt. Endast undantagsvis är uppgiften lätt, och då som regel p.g.a. att den kan avgöras med tillämpning av en bevisbörderegler (oftast avtalad). Det kan ibland krävas en hel del aktivitet, eller det som brukar kallas materiell processledning, från domstolens eller skiljenämndens sida, för att uppgiften ska kunna lösas på ett bra sätt. Sådan kräver en del kunskap och, vill jag mena, en del erfarenhet.

Nedan väljer jag att beskriva denna typ av tvist som ett spel, även om det var länge sedan som jag såg processande som ett spel eller, om man så vill, en sport.

1.1 Spelet

Värdet av en tillgång ska fastställas och få betydelse för utgången i tvisten om talan inte faller redan på en tidigare fråga. Det ska alltså kanske göras en värdering.⁷

Tillgången kan vara en post aktier, samtliga aktier i ett bolag (med eller utan dotterföretag eller aktier i intressebolag) eller en rörelse (eller flera rörelser).

Det kan t.ex. vara fråga om inlösen av aktier enligt ett aktieägaravtal. Vissa aktieägaravtal innehåller vägledning om värderingsmetod och regler om bevisbördans placering, andra inte.

Det kan såklart i stället vara fråga om tvångsinlösen av minoritetens aktier i ett aktiebolag. Men eftersom ett sådant förfarande oftast har föregåtts av att någon förvärvat aktier till följd av ett publikt erbjudande, finns i de fallen ett marknadspris etablerat som gör att de tvisterna avviker lite från dem jag behandlar här. Så (nästan) inget mer om tvångsinlösen här.⁸

⁶ Väl medveten om att den värderingssakkunniga allt som oftast är man, avstår jag medvetet från att skriva "den värderingssakkunnige". Det förenklar för mig eftersom jag nedan i denna artikel använder ordet både i bestämd form singular och bestämd form plural. Ibland förkortar jag och skriver "den sakkunniga" eller "experten".

⁷ Richard Hager kallar det för "rättslig värdering", se t.ex. hans artikel i SvJT 2007 s. 277.

⁸ Dock ska det sägas att i de fall där den s.k. särregeln inte är tillämplig och man heller inte vill tillämpning av den s.k. huvudregeln kan utgå från börskurs, t.ex. när ett onoterat bolag köpts upp och en kvarvarande minoritet äger aktier som ska lösas in, så torde många av de problem

Det kan t.ex. vara fråga om att en panthavare gjort självinträde enligt ett pantavtal, som föreskriver att värdet på panten (aktier) vid tidpunkten för självinträdet i efterhand ska fastställas av en tredje man och att pantsättaren, om denne inte är nöjd med vad tredje man beslutar, ska ha rätt att få värderingen överprövad (som när Riksgälden tog över Carnegie Investment Bank och Max Matthiessen under finanskrisen i slutet på 00-talet).

Det kan i stället vara fråga om vilket värde en viss verksamhet haft, som tvingats till nedläggning när en hyresvärd sagt upp en hyresgästs lokalhyresavtal och denne inte kunnat finna likvärdiga lokaler (skadestånd p.g.a. indirekt besittningsskydd enligt JB). Två sådana tvister har relativt nyligen avgjorts i HD.⁹

Många fler exempel kunde ges. Några sådana finns invävda nedan.

1.2 Spelplanen

Vi är i en domstol eller inför en skiljenämnd (eller liknande).¹⁰ Jag är väl medveten om att vissa värderingstvister avgörs i vad som brukar kallas godemansförfaranden, ofta ett slags avtalsutfyllnad, och då regelmässigt av en expert (t.ex. en revisionsbyrå), som utses på visst sätt för att fastställa vilket värde som ska gälla för viss tillgång enligt parter avtal. De problem (och eventuella möjligheter till förbättrad kvalitet på avgörandena) som finns i den typen av tvister behandlas inte här, trots att de skulle kunna vara väl så intressanta att undersöka. Det är ett spel på en annan spelplan.¹¹

1.3 Spelarna och de övriga deltagarna i spelet

a) Parterna är sådana självklara deltagare i spelet att de nästan är lätta att glömma. Parterna kan vara fysiker eller små eller stora bolag, företrädna av personer som kan eller inte kan mycket om process, om juridik och/eller om värdering. Parterna önskar uppnå något i och med värderingstvisten. När de medverkade till en affärsuppgörelse eller i ett efterföljande händelseförlopp som avslutas med en tvist hade de nog sällan eller aldrig förutsett hur en sådan tvist skulle komma

som jag pekar på i denna artikel uppkomma. Ändå är det mycket ovanligt med muntliga förhandlingar i sådana mål.

⁹ NJA 2017 s. 261 (Sjukhuscaféet) och NJA 2019 s. 693 (Vikens Pizzeria). Om värderingar i den typen av mål, se även Richard Hagers artikel i SvJT 2017 s. 631.

¹⁰ Jag skriver här ”eller liknande” eftersom tvisten i ett av exemplen ovan avgjordes i en prövningsnämnd enligt speciallagstiftning. Prövningsnämnden liknade på sätt och vis både en domstol och en skiljenämnd.

¹¹ Om den typen av tvistlösning, se t.ex. Stefan Lindskog, Skiljeförfarande, En kommentar, avsnitt 0.3.2 och Lars Edlunds artikel Värderingsklausuler och tillträdesbokslut, SvJT 2007 s. 311.

att gestalta sig och vad motparten, med stöd av sakkunniga, skulle komma att påstå i den. I bästa fall tycker parterna efteråt att tvisten skötts professionellt och att slutresultatet är rimligt och dessutom begripligt.

b) Jurister gillar inte siffror, sägs det bland. Det stämmer nog när det gäller flertalet jurister, men affärsjurister skiljer sig kanske lite från andra jurister i det avseendet. Hur som helst tvingas många affärsjurister och processjurister att arbeta med siffror, vare sig de vill eller inte. I värderingstvisterna möts två världar: ordens värld och siffrornas värld. Här är minst två av dessa jurister ombud. Ombuden är spelarna i spelet. De strävar efter bästa möjliga utfall för sina klienter, parterna. I den meningen är de alltså partiska.

c) Värderingssakkunniga anlitas av parterna för att utlåta sig över värdet av tillgången. De är nästan undantagslöst ekonomer, ibland något annat också. De gillar siffror och modeller. De flesta av dem är både mycket kunniga och kreativa. Ibland kan de mycket om den bransch som det företag de ska värdera verkar i, ibland kan de rentav mycket om just det aktuella företaget, men ibland inte. De brukar säga att de är oberoende, men det betyder inte att de är opartiska. De har anlits av part (utan inblandning av, eller genom, parts ombud). Ibland har den ena partens värderingssakkunniga sett den andra partens värderingsutlåtande(n) innan hen eller de gjort sin egen, ”oberoende”, värdering. Ibland yttrar sig de sakkunniga över varandras utlåtanden.¹²

Ibland förstår ombuden vad de värderingssakkunniga har gjort, vad de skrivit och vilken betydelse det får för värderingen om vissa fakta, antaganden eller bedömningar, som lagts till grund för värderingen skulle ändras, men ibland inte. I de senare fallen blir det närmast de sakkunniga, inte ombuden, som är spelare i spelet. De sakkunniga är, spelare eller inte, ofta viktiga för utgången i tvisten.¹³

¹² Partiskhet kan vara medveten eller omedveten, eller både ock. Vad är då omedveten partiskhet i värderingssammanhang? Jo det är en slags kognitiv bias (eller partiskhet) som har kunnat konstateras och just bland värderingssakkunniga även uppmätas i forskning. Den läsare av denna artikel som har ett intresse av psykologi, och kognitiv bias (särskilt det som på engelska kallas anchoring bias och engagement bias) hänvisas till redovisningen av två nyligen utförda, och efter vad jag kan förstå tämligen ambitiösa, vetenskapliga studier där just dessa två typer av kognitiv bias undersöks, se www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1547560.2020.1821687 eller via annat medium Marc J. R. Broekema, Niek Strohmaler, Jan A.A. Adriaanse & Jean-Pierre I. van der Rest (2020) Are Business Valuators Biased? A Psychological Perspective on the Causes of Valuation Disputes, *Journal of Behavioral Finance*, DOI: 10.1080/1547560.2020.1821687.

¹³ Ibland när jag själv är ombud frågar jag motpartens värderingssakkunniga om denne fått ta del av det expertutlåtande som jag för min huvudmans del har ingivit, innan hen gjorde sin egen värdering. Svaret är ofta ja. Nästa fråga blir då regelmässigt: ”Behövde du den för att kunna göra din värdering?”. Svaret blir nästan alltid nej, inte sällan med tillägg som ”men det har inte påverkat mig” eller ”i och för sig inte, men det är ganska vanligt att man får det” eller liknande. (Här har förutsatts att motparten inte har anlitat en värderingssakkunnig just för att uttala sig om en annan värderingssakkunnigs värdering, något som här kan kallas destruktiv bevisning, ett slags motbevisning som kan vara mycket effektiv och bra.) Nästa fråga blir då: ”Varför fick du den då?” Svaren brukar variera något. Det kan låta som om jag, som ombud, med dessa frågor

d) Stundom, men långt ifrån alltid, förekommer vittnen i värderingsdelen av en värderingstvist. De värderingssakkunniga har utöver egna efterforskningar och bedömningar oftast, men inte alltid, intervjuat personer i företagsledande ställning för att kunna ha vissa fakta och andras antaganden om framtiden att utgå ifrån vid sin värdering. Ibland hörs dessa uppgiftslämnare i domstolen eller inför skiljenämnden, ibland inte. Om de hörs brukar de bl.a. få frågor om fakta och vilka antaganden de tyckte att man kunde göra vid värdetidpunkten, och varför. De får ibland också frågor om huruvida andra företag är bra jämförelseobjekt eller inte, och varför.

e) Och sedan har vi då (skilje-)domarna. Domarna är jurister. Skiljedomarna är också nästan alltid jurister. I tingsrätten sitter oftast tre domare (oftast fyra i hovrätten och oftast fem om vi mot förmodan skulle hamna i HD). Om vi är inför en skiljenämnd är de oftast tre. Ibland gillar de siffror, ibland inte. De kan hur som helst sällan eller aldrig lika mycket om värdering som de värderingssakkunniga. De är (ska vara) opartiska, men de är människor med lite olika uppfattningar, kunskaper, erfarenheter och personliga preferenser. De kan, för att på ett ändamålsenligt sätt kunna handlägga tvisten, tidigt i processen behöva förstå sin uppgift och vid någon tidpunkt ta ställning till om den kan lösas på grundval av den utredning parterna förebringat eller om ytterligare information vore värdefull.

2. Några minnen och några problem

Nedan i denna artikel kommer jag bl.a. att adressera ett antal frågor och problem, som uppkommer då och då i värderingstvister. För att göra det hela lite mer intressant tar jag upp dessa i anslutning till några verkliga värderingstvister, som jag av den ena eller andra anledningen har kännedom om.

2.1 Fall från verkligheten (i något fall kanske lite tillrättalagt)

Tyvärr har det visat sig att jag lättare minns sådant som jag skäms för än sådant som jag är stolt över.

a) Ett sådant minne, som har med värderingstvister att göra, är när jag för många år sedan satt i hovrätten efter som kärandeombud att ha förlorat i första instans på ansvarsfrågan. I hovrätten skulle det vända i ansvarsdelen, men det

försöker misstänkliggöra motpartens expert, men så behöver det inte vara. Det kan handla om att jag vill utreda huruvida det finns risk för omedveten s.k. anchoring bias. Att det finns risk för s.k. engagement bias torde vara okontroversiellt att påstå (och rätten/skiljenämnden vet redan det); den värderingssakkunniga har ju anlåtits av motparten, så det behöver man inte fråga om.

visste jag inte just då. Målet gällde fel i fastighet (hyresfastighet med bostäder och lokaler, dvs. ett slags rörelse). Ett konkursbo hade sålt fastigheten och köparen hade fått felaktig information om arealen (ett våningsplan hade dubbelräknats). Den ersättning (prisavdrag) som köparen (min klient) krävde i målet hade helt enkelt framräknats på så sätt att den erlagda köpeskillingen hade räknats om till ett kvadratmeterpris. Eftersom antalet kvadratmeter var lägre än köparen hade haft anledning att utgå ifrån begärdes ett prisavdrag motsvarande erlagt kvadratmeterpris multiplicerat med ej erhållna kvadratmeter.

Under sin plädering i hovrätten (väl sent kanske) hördes motpartsombudet säga att kärandens tillika klagandens beräkning av prisavdraget var osofistikerad. Själv använde hen bl.a. ordet avkastningskrav. Kärandeombudet (dvs. jag) förstod inte mycket av vad som sades och det verkade inte heller hovrättens ledamöter göra. Jag minns att jag skämdes för att jag inte förstod. Min huvudmans överklagande bifölls visserligen fullt ut, men jag förstod ändå att jag behövde lära mig lite mer om värdering. Det var en bra insikt. (Under arbetet med denna artikel, drygt 20 år senare, har jag fått bekräftat att jag fortfarande har en del att lära i ämnet.)

*

I de två följande exemplen finns det något som värderingssakkunniga (kanske) har att skämmas lite för.

b) I ett skiljeförfarande hördes personer som hade intervjuats av värderingssakkunniga. Det visade sig då att de sakkunniga antingen inte hade fått samma svar som de som lämnades inför skiljenämnden, eller att de sakkunniga oavsiktligen eller, hemska tanke, avsiktligen i sitt utlåtande hade återgivit de svar de fått på ett felaktigt sätt. De hade således vid sin värdering utgått från andra fakta eller antaganden än dem som de hörda personerna berättade om och motiverade vid förhör inför skiljenämnden.

c) I ett synnerligen stort värderingsmål hade det ena teamet av värderingssakkunniga inte intervjuat någon annan än sin uppdragsgivare. De hade således gjort en skrivbordsvärdering (en DCF-värdering helt baserad på egna antaganden och bedömningar vilka i sin tur enbart byggde på av uppdragsgivaren tillhandahållna fakta och synpunkter). Ett affärsområde inom det bolag som hade värderats var särskilt viktigt. Det hade värderats mycket högt. På förhörsvis ställd fråga om någon i värderingsteamet kunde nämna någon av de tio största kunderna inom affärsområdet i fråga var svaret nej. Svaren på en hel del andra liknande frågor avslöjade också att de sakkunniga i fråga, som visserligen verkligen förstod sig på den metod de tillämpat och som gjorde en mycket snygg och imponerande presentation, inte kunde mycket om den rörelse de hade värderat.

*

I det följande exemplet finns det (kanske) något som en domstol bör skämmas lite för.

d) I en tingsrätt för inte så många år sedan hade käranden genom sitt ombud anlitat två värderingssakkunniga och givit in deras värderingsutlåtanden rörande två olika hotellrörelser (parten hade alltså givit in sammanlagt fyra värderingsutlåtanden). De sakkunniga hade inte fått veta att även en annan sakkunnig för samma uppdragsgivares räkning värderade samma rörelser. De två sakkunniga hade å ömse sidor utgått från samma fakta, men gjort skilda antaganden och bedömningar i några få olika avseenden. Deras värdeslutsatser hamnade relativt nära varandra. Jag minns inte om yrkandet i målet utgick från ett genomsnitt av värderingarna eller från de för käranden ofördelaktigaste av dem. (Att framställa ett yrkande baserat på de för kärandens del förmånligaste av värderingarna hade varit ett exempel på önsketänkande, något som processjurister inte bör ägna sig åt.) Svaranden återopade ett värderingsutlåtande avseende var och en av hotellrörelserna avgivet av en värderingssakkunnig som hade haft tillgång till de utlåtanden som käranden hade givit in.

Det fanns en principfråga (rättslig fråga) i målet, som var viktig för hur värderingsfrågan skulle prövas. Det var visserligen i en lagakraftvunnen mellandom avgjort att skadeståndsskyldighet förelåg (till följd av s.k. indirekt besittningsskydd). Emellertid hade hyresgästen, som alltså hade sagts upp från den lokal där en stor hotellrörelse bedrevs, under uppsägningsperioden lyckats förvärva en annan rörelse med lokal från tredje man och drev nu i mindre skala vidare en hotellrörelse där. Principfrågan var om hyresgästen skulle ersättas för hela förlusten av den stora hotellrörelsen eller om man skulle göra ett betydande avdrag p.g.a. att hyresgästen hade lyckats förvärva en mindre hotellrörelse i samma stad. (Hyresgästen hade önskat att driva båda dessa hotellrörelser.) Svaranden menade att ersättning skulle utgå med belopp som svarade mot differensen mellan värdet av den större hotellrörelsen och den mindre. Det var denna svarandens inställning som var anledningen till att den mindre hotellrörelsen alls behövde värderas. Käranden gjorde gällande att värdet av den mindre hotellrörelsen saknade betydelse, men vågade inte avstå från att låta värdera den.

Det fanns alltså tre värderingar per hotellrörelse ingivna. Svarandens värderingssakkunniga hade värderat den större hotellrörelsen lägst och den mindre högst! Vari skillnaderna i de sakkunnigas synsätt bestod och vilken betydelse uttryckt i siffror som meningsskiljaktigheterna, som inte var så många, hade för värdeslutsatserna, utreddes relativt väl förhörsvi. Tingsrätten fann att den större hotellrörelsen kunde fastställas ha haft det värde som framgick av det utlåtande som en av de av kärandesidan anlidade sakkunniga hade stannat för (möjligen med någon mindre justering som jag i så fall har glömt).

Tingsrätten höll med svaranden om att ersättningen för den större hotellrörelsen (som hade gått förlorad) skulle reduceras med det värde den mindre hotellrörelsen (som hade förvärvats) kunde anses ha. När detta senare värde skulle bestämmas valde tingsrätten helt sonika det värde som framgick ur den

värdering som gjorts av den värderingssakkunniga vars värdering domstolen hade accepterat när det gällde den stora hotellrörelsen. Principfrågan må ha bedömts felaktigt, men den frågan kan lämnas därhän här. De val tingsrätten gjorde när det gällde själva värderingarna är här av större intresse; de antyder en ovilja att försöka sätta sig in i svåra saker. (En av de sakkunniga, som för övrigt gjorde sin domstolsdebut i målet i fråga, var dock glad och kände sig som en vinnare – fattas bara annat!) Parterna gjorde upp efter tingsrättens dom, så någon hovrättsprövning blev aldrig aktuell.

*

Nog om tvister i vilka någon kan ha något att skämmas över. Följande exempel är med för att höja komplexitetsgraden något.

e) I ett stort värderingsmål var frågan om värdetidpunkten tvistig. Frågan kan också formuleras så att det var tvistigt huruvida en omständighet som förelåg vid viss tidpunkt men inte vid en närliggande tidpunkt, och som var av mycket stor betydelse för värdet, skulle tillåtas få betydelse vid värderingen. Därutöver var parterna oense om mycket annat som också hade med värdet att göra. De värderingssakkunniga höll sig till sina instruktioner, dvs. den ena fastställde värdet per den värdetidpunkt då den mycket viktiga omständigheten i fråga förelåg, den andra bortsåg från omständigheten i fråga, eftersom den ansågs tillfällig. Det åberopades inte alternativa värderingsutlåtanden (per alternativa värdetidpunkter) av någondera sidan.

*

Inte heller i det avslutande exemplet nedan behöver någon skämmas över något. Det visar bara hur det kan gå illa till slut även för den part som haft en oväntad framgång efter att man första gången kunde ha trott att tvisten var avslutad.

f) I ett skiljemål hade käranden tillerkänts hälften av yrkat belopp. Skiljenämnden hade varit skeptisk till skadeberäkningen, som hade byggts på antaganden om utebliven vinst (nuvärdet av uteblivna, framtida, kassaflöden). Fråga var alltså om skada, men eftersom skadan beräknades med utgångspunkt i en förväntan om framtida, nu uteblivna, kassaflöden avseende vissa produkter, vilka flöden hade nuvärdesberäknats, påminde tvisten mycket om en värderingstvist. Skiljedomen klandrades av svaranden och klandertalan bifölls på skäl som saknar betydelse här.

När ett nytt skiljeförfarande drogs igång visste käranden mer om och kunde presentera bättre bevisning för att styrka sina uteblivna kassaflöden; detta eftersom det hade gått en tid och tredje man hade övertagit produkterna i fråga och därmed de flöden dessa genererade via den enda distributionskanal som fanns. Eftersom fråga var om liden skada var eftersyn tillätlig (något som, brukar det sägas, inte är fallet i den typ av värderingstvister som jag fokuserar på i denna

artikel). I skiljeförfarande nummer två tillerkändes käranden ett nästan 50 procent högre skadestånd än i skiljeförfarande nummer ett.¹⁴ Även den andra skiljedomens klandrades, men förgäves.

2.2 Problem som ansluter till ovan nämnda verkliga fall

De problem som ansluter till de ovan nämnda exemplen har nedan formulerats i frågor, som jag i del 2 av denna artikel kommer att försöka ge mina svar på. Frågorna är följande (och upprepas i de senare avsnitt där jag försöker besvara dem).

a) Hur bör ombuden agera för att domstolen/skiljenämnden ska kunna förstå åberopad(e) värdering(ar)? Och hur bör ombuden agera för att domstolen/skiljenämnden ska förstå hur och hur mycket en värdering påverkas när vissa av de fakta, antaganden eller bedömningar som lagts till grund för de värderings-sakkunnigas värderingar i tvisten visat sig inte kunnat styrkas respektive inte vara tillförlitliga och därför måste justeras?

b) Vad är det egentligen som ska styrkas i en värderingstvist?

c) Hur bör ett ombud agera om motsidan har åberopat en värdering som är ren skrivbordsprodukt med dålig verklighetsförankring eller som av andra anledningar anses orimlig, och domstolen/skiljenämnden bör förstå det för att det sedermera i dom fastställda värdet inte ska bli orimligt?

d) Hur bör domstolen/skiljenämnden agera när den väl kommit fram till vilka fakta, antaganden och bedömningar som ska ligga till grund för värderingen men inte förstår hur värdet då ska beräknas?

e) Hur bör ombuden agera när värdetidpunkten (eller annan fråga) kan ha mycket stor betydelse för värdet och är tvistig, men det även finns en hel del annat som det råder oenighet kring när det gäller värdet?

f) Hur bör ombuden och domstolen/skiljenämnden förhålla sig till sådant som är känt vid tidpunkten för avgörandet, men som inte var känt vid värdetidpunkten? Kan sådant få betydelse även i fall där eftersyn inte anses tillåtlig och hur bör i så fall ombuden agera?

*

Något som inte kommer att diskuteras här är i vilka fall domstolar/skiljenämnder bör dela upp mål som innehåller en ansvarsdel och en värderingsdel. Där emot kommer betydelsen av vilka kompetenser som finns i en skiljenämnd att diskuteras. Ett ombud kan nämligen, när en skiljenämnd ska utses, ställas inför det svåra problemet att välja rätt partsutsedd skiljedomare (och rätt ordförande) för att avgöra frågor som kräver helt olika kompetenser. Det kan någon gång

¹⁴ Isn't it ironic?, som Alanis Morissette sjunger.

innebära att det kan vara klokt av en kärende att själv, genom utformningen av sin talan, skapa den bifurkation som önskas (först en fastställsetalan inför en skiljenämnd, och sedan, i händelse av framgång, värderingsfrågorna inför en annan skiljenämnd). Men det sistnämnda rör en processtaktisk fråga, och sådana ska inte diskuteras vidare här.

Inte heller kommer jag att ge mitt svar på tiotusenkronorsfrågan: ”Hur vinner man som kärende ett värderingsmål fullt ut?”

3. Något om de två värderingsmetoderna

3.1 Inledning

Den som är ombud i ett värderingsmål bör själv förstå den eller de värderingar som har givits in i målet. Ombudet bör förstå vilken eller vilka metoder som tillämpats, vilka de viktiga utgångspunkterna, antagandena och bedömningarna varit, hur värderingen ändras om någon utgångspunkt, något antagande eller någon bedömning antas vara fel (eller alltför pessimistiskt/optimistiskt) och vad det är som gör att parts och motparts värderingar skiljer sig åt.

Att själv förstå är en bra start om man senare ska kunna få en skiljenämnd eller en domstol att förstå.¹⁵ Sedan är resten pedagogik, och att välja beviseteman och bevismedel (se avsnitt 5). För utförandet av den pedagogiska uppgiften kan man som ombud ta hjälp av någon eller några i det anlitade teamet av värderingssakkunniga, som alldeles säkert förstår sin egen värdering och säkert även motsidans, men bäst är om man också förstår själv. Ändå är det inte alls ovanligt att ombud inte ens verkar försöka förstå värderingarna, eller i vart fall att dessa knappt ägnas någon uppmärksamhet. Inte sällan lämnas värderingsfrågorna till de sakkunniga, medan ombudet koncentrerar sig på övriga frågor i målet. Ett sådant arbetssätt är inte tillrådligt. Utöver att det kan vara bra att själv förstå det som kan behöva förklaras för domstolen/skiljenämnden är det svårt att hålla ett meningsfullt motförhör med motparters värderingssakkunniga om man inte förstår den värdering de gjort.

Nedan försöker jag, som en praktiskt verksam jurist, för andra jurister något förenklat förklara vad olika värderingsutlåtanden, som oftast i utskrivet format är relativt tjocka luntor av liggande A4-papper med en blandning av text och olika illustrationer, oftast innehåller och hur de är uppbyggda. Den läsare som redan vet vad hen vill veta om det kan hoppa till del 2 (avsnitt 4).

¹⁵ Richard Hager diskuterar i sin artikel i SvJT 2017 s. 631 juristers problem med att förstå ekonomiska metoder och modeller. Jag håller med honom, de är ofta svåra för oss att förstå.

3.2 Vad är en DCF-värdering och hur är den normalt uppbyggd?

Det korta svaret:

I en DCF-värdering, som är ett slags absolut värdering, försöker den värderingssakkunniga sätta ett värde på ett bolags rörelse genom att prognosticera storleken av framtida kassaflöden och sedan beräkna nuvärdet av dessa med hjälp av ett avkastningskrav (en diskonteringsränta). För att sedan få fram bolagets aktievärde, om det inte bara är den underliggande rörelsen utan hela bolaget som ska värderas, måste även bolagets finansiella ställning beaktas. Om man tänker sig två identiska rörelser med samma värde kan den ena bedrivas av ett bolag som finansieras genom mycket hög belåning, medan det andra bolaget finansieras genom huvudsakligen eget kapital; alla och envar kan då förstå vilket bolag som har högst aktievärde. (Nästan alla rörelsedrivande bolag har en s.k. nettoskuld, men i enstaka fall kan "nettoskulden" just vid värdetidpunkten vara negativ, dvs. en tillgång, som normalt kan och kanske bör delas ut till ägarna.)

I värderingsutlåtandet beskriver den sakkunniga vilka historiska och nutida fakta hen utgått ifrån, vilka antaganden som gjorts för framtiden och skälen för dessa antaganden, vilka bedömningar som gjorts för att fastställa diskonteringsräntan och skälen för dessa samt hur nettoskulden beräknats.

Det brukar också redovisas s.k. känslighetsanalyser, som kan vara till viss hjälp för den som vill förstå vilka värdeförändringar som sker när någon viss parameter ändras.

Det något längre svaret:

När värderingssakkunniga redovisar sin värdering av ett visst bolag (eller en viss rörelse) inleder de inte sällan med en beskrivning av verksamheten. Bolagets historiska utveckling, särskilt under senare år, brukar då beskrivas både i ord och med hjälp av grafer och andra diagram. Ibland anges vilka förvärv och avyttringar som har gjorts och hur dessa påverkat t.ex. omsättningstillväxt och lönsamhet.

Därefter beskrivs ofta den marknad på vilken bolaget verkar, och kanske ägnas särskild uppmärksamhet åt det segment av marknaden som bolaget anses tillhöra. Marknadens (segmentets) tillväxt under senare år beskrivs i ord och grafer och kanske anges det vad som driver marknadstillväxten.

Eftersom den historiska resultatutvecklingen har viss (ofta ganska stor) betydelse för bedömningen av rimligheten i antagandena om framtida resultat och kassaflöden ägnas denna en hel del uppmärksamhet. Vidare behandlas särskilda händelser som anses kunna förklara t.ex. särskilt stark, svag eller rentav negativ omsättningstillväxt eller särskilt stark, svag eller negativ marginaltillväxt. Det kan, när verksamheten gått dåligt, vara allt från nysatsningar som man ännu inte sett effekten av, misslyckade produktlanseringar, förment olyckliga rekryteringar eller något extraordinärt som drabbat hela branschen. Innevarande års

siffror kanske prognosticeras på helårsbasis så att de kan jämföras med tidigare års.¹⁶

Sedan beskrivs bolagets finansiella ställning, även den på sätt att man kan se en utveckling år för år (inklusive prognos för helåret innevarande år). Vad t.ex. posten anläggningstillgångar närmare består av förklaras. Vad t.ex. rörelsekapitalet utgörs av beskrivs i ord. Diverse nyckeltal redovisas och förklaras, ett sådant kan vara investeringarnas storlek i absoluta tal och ställda i relation till något, t.ex. omsättningen.

Ibland redovisas styrelsens eller ledningens resultatprognoser för framtiden. Det kan handla om noggrant övervägda och underbyggda budgetar för kortare eller medellång tid och/eller lösligare prognoser (eller rentav målsättningar) för längre tid framåt. Värderingssakkunniga anser det ofta vara viktigt vilka bedömningar och antaganden om framtiden som ledningen i bolaget gjort per värdetidpunkten. Det är ovanligt, men händer, att företagsledningens historiska prognosförmåga, dvs. dess förmåga eller oförmåga att träffa rätt, redovisas och kommenteras.

Baserat på detta gör sedan den sakkunniga sina resultat- och kassaflödesprognoser. I dessa redovisas historiska siffror (någon gång normaliserade, dvs. justerade för extraordinära händelser) och framtida, prognosticerade, siffror ett antal år framåt, med antaganden om ”uthålliga” siffror tiden efter dessa år. De uthålliga siffrorna knyts ofta till en fast tillväxtfaktor, t.ex. kan omsättningen antas öka uthålligt med två procent per år för all framtid (inflationsantagande) efter de första åren för vilka mer individualiserade antaganden har gjorts.

Det är många saker som antas här, såsom kostnadsutvecklingen för sådant som behöver inköpas, för personal och administration, hyror etc. Det handlar också om möjliga effektiviseringar och omsättningsantaganden vilka i sin tur beror både på prisutvecklingen, förmågan att behålla eller ta marknadsandelar m.m. Viktigast för det framtida resultatet är nog oftast antagandena om omsättningstillväxt och rörelsemarginal, åtminstone är det vad som har sagts i de flesta värderingstvister jag deltagit i. Dessa beror till stor del på konkurrensförutsättningarna och antaganden om utvecklingen av marknadspriserna på det som bolaget säljer.

Det är viktigt att identifiera det man brukar kalla värdedrivarna och försöka bedöma deras utveckling om man ska kunna göra rimliga prognoser. Vilka värdedrivarna bedöms vara (företagsspecifika sådana såväl som omvärldsfaktorer) brukar därför redovisas. Nyckeltal redovisas (för förfluten tid) och prognosticeras (för framtiden). Det kan handla om bruttomarginal, EBITDA-marginal, EBIT-marginal och investeringar (investeringsbehov) och avskrivningar.¹⁷ Om

¹⁶ Med ”innevarande” år menas det år som pågår vid värdetidpunkten, vilket inte behöver vara samma år som det då värderingsarbetet görs.

¹⁷ EBIT är en förkortning av Earnings Before Interest and Taxes och EBITDA är en förkortning av Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.

det görs betydande avvikelser från styrelsens eller bolagsledningens prognoser brukar dessa förklaras i ord. Enligt min erfarenhet är dock avvikelserna inte sällan ganska stora och förklaringarna till dessa förvånansvärt kortfattade, och hur dessa avvikelser har underbyggts redovisas sällan särskilt ingående.

Själva värderingen av rörelsen (EV = enterprise value, dvs. fastställandet av rörelsevärdet) görs på basis av en kassaflödesprognos, som brukar anges i siffror och kommenteras med ord. Den prognosen görs oftast för företaget som en helhet, men någon gång redovisas affärsområde för affärsområde, eller division för division, varefter dessa prognosticerade kassaflöden kan läggas samman.¹⁸ Ju mer detaljerad redovisningen är, desto mer finns att ifrågasätta. Samlade bedömningar/antaganden är ofta svårare att ifrågasätta, i alla fall av den som vill vara tydlig med vad, mer precist, som ifrågasätts.

Som om det inte var mycket nog, sedan kommer vi till vad som brukar kallas avkastningskravet. Ett annat ord för avkastningskrav är kapitalkostnad. Vad är då det? Jo, en investerare vill ha ersättning för att hen genom att köpa ett visst företag för ett visst belopp förlorar möjligheten att investera samma pengar i något annat, som hade kunnat generera avkastning. En investerare tar ju en risk. Avkastningskravet är ett uttryck för den ersättningen, alltså ersättningen för kapitalkostnaden om man så vill. Avkastningskravet speglar pengars tidsvärde och risknivån i en viss investering. Det är skillnad på att ha 500 idag och att (förhoppningsvis, enligt prognos) tjäna 100 varje år fem år i rad framåt i tiden. Det senare är mindre värt än det förra. Det är alltså inte värt 500 idag att veta (prognosticera och tro på prognosen) att man kommer att tjäna 100 per år de närmaste fem åren. Och om man till det lägger risken för att tjäna mindre än 100 per år de närmaste fem åren blir skillnaden än större.

Avkastningskrav (diskonteringsränta) används alltså för att nuvärdesberäkna de framtida kassaflödena. Nuvärdet av en rörelse är summan av alla diskonterade framtida kassaflöden, dvs. värdet idag av framtida flöden.¹⁹

¹⁸ Så t.ex. i det famösa Prosolviamålet, som kommenteras av Peter Jennergren i JT 2014–15 s. 28 ff. Jennergren konstaterar där att enkelhet inte nödvändigtvis är en nackdel när det gäller värderingar i rättstvister. Jennergren är professor emeritus i företagsekonomi (kostnads/intäktsanalys), har sett en hel del värderingar och vet nog ungefär vad jurister i gemen mäktar med. Men de som verkligen förstår sig på värderingar vill nog som regel, när bolagets produkter eller divisioner har olika karaktär, hellre se s.k. sum of the parts-bedömningar än bara sammanslagna siffror. När ett bolag t.ex. har viss försäljning (kanske varor) med hög omsättning och mycket låga marginaler och annan avsevärt mindre försäljning (kanske tjänster) med betydande marginaler säger det sig självt att sum of the parts-bedömningar och inte bara en sammanläggning av kassaflödena är att föredra för den som har förmågan att förstå och som på ett seriöst sätt vill kunna bedöma värderingens tillförlitlighet. Om kassaflödesvärderingar och deras tillförlitlighet, se även Per Henriksson, JT 2019–20 s. 338 f.

¹⁹ Jan Marton, Emmeli Runesson och Niklas Sandell ger i boken Företagsanalys, Studentlitteratur, 2020, på s. 176 följande exempel: ”Om diskonteringsräntan är 5 % skulle en ström av betalningar på 1 155 kr per år under fem år, dvs. totalt 5 775 kr, motsvara en betalning på 5 000 kr i dag.” Var och en förstår att om diskonteringsräntan i stället sätts till 7 % så blir värdet i dag av samma flöde under fem år mindre än 5 000 kr. Men få jurister, dristar jag mig till att säga, kan

Hur bestäms då avkastningskravet när ett företag värderas? Och hur byggs det upp? Och vad betyder WACC (= weighted average cost of capital), som är en term som alltid förekommer i detta sammanhang? WACC är ett vägt avkastningskrav, en diskonteringsränta på företagets operativa kapital som oftast är en blandning av eget kapital och lån. Avkastningskravet är (p.g.a. investerarens risk) nästan alltid högre på eget kapital än på lånat kapital, och därför behöver två avkastningskrav bedömas och sedan vägas samman på visst sätt. Avkastningskravet på lånat kapital sätts vanligen lika med låneräntan.

För avkastningskravet på eget kapital gäller följande: det kravet är summan av ett antal olika byggstenar. Lite förenklat är den första av dessa byggstenar den riskfria räntan (som nu har varit runt noll procent en tid), den andra är en marknadsriskpremie som multipliceras med det s.k. betavärdet²⁰, ytterligare en är eller kan vara ett storleksrelaterat tillägg och ytterligare en är eller kan vara ett särskilt (bolagsspecifikt) tillägg. Eftersom det rör sig om bedömningar kan den sammanlagda procentsatsen skilja sig ganska mycket åt från en värderingssakkunnig till en annan. En kanske kommer fram till tio procent, en annan till 16 procent. Skillnaden får stor betydelse för deras värdeslutsatser, när man väl kommer dit.²¹

Därefter beräknas alltså kostnaden för lån efter skatt. Den är lättare att fastställa, men beror på ränteläge och skattesats, så skilda bedömningar avseende framtida utveckling kan ändå göras. Här antas att en värderingssakkunnig fastställer denna procentsats, avseende kostnaden för lånat kapital, till 2,5 procent, en annan till 2 procent (det är ändå en ganska stor skillnad det också).

Sedan ska relationen mellan eget och främmande kapital fastställas. Hur är företaget finansierat?²² Om vi antar att det egna kapitalet är (eller ska vara) 60 procent och lånen är 40 procent så kan vi (eller i alla fall de sakkunniga) räkna ut (estimera) WACC:en, som alltså är en procentsats man får fram efter en sammanvägning av två bedömda avkastningskrav.

Av exemplet ovan kan man se att allt annat oförändrat påverkar kapitalstrukturen i det företag som ska värderas värderingen sålunda, att om andelen lånefinansiering ökar så går WACC:en ned och värdet upp. Skillnaderna kan bli ganska stora.

räkna ut hur stort värdet blir. Rätt svar, som jag fått sakkunnig hjälp med, är 4 736 kr (under antagande att betalning om 1 155 kr erläggs i slutet av varje år).

²⁰ Betavärdet har att göra med volatiliteten i förhållande till marknaden och bygger alltså på en bedömning som den sakkunniga gör. Ett beta på 1 innebär att rörelsens/bolagets volatilitet är lika med marknaden i övrigt, ett beta på 2 innebär att rörelsens/bolagets värde fluktuerar dubbelt så mycket som marknaden. Någon gång anses det inte finnas någon sådan korrelation alls, och då blir betavärdet 0.

²¹ Vid estimering av avkastningskravet på det egna kapitalet används ofta en modell som kallas CAPM (capital asset pricing model), något som jag inte fördjupar mig i här. Den som vill sätta sig in i den, hänvisas till annan litteratur. Eller be en värderingssakkunnig att förklara. De kan!

²² Eller hur ska företaget optimalt vara finansierat?

*

Jag vill stanna upp här och göra en reflektion och vad som väl närmast också är ett, i vart fall preliminärt, ställningstagande. I en försäljning av ett bolag i vad som brukar kallas en controlled auction eller i en budstrid om ett börsnoterat bolag kan det vara så att en potentiell köpare tänker sig en mycket hög lånefinansiering, typiskt sett en PE-köpare (PE = private equity). En sådan köpare är bl.a. av det skälet beredd att betala ett högre pris än en potentiell köpare som avser att ligga kvar med den finansieringsmix som gäller då bolaget bjuds ut eller är föremål för budstriden (t.ex. ovan nämnda 60/40). Jag gissar f.ö. att i verkligheten en av förklaringarna till att PE-köpare så ofta vinner auktioner och budstrider är just denna, men det har jag inget belägg för.²³ Att deras finansiering är huvudsakligen lån är dock känt. I en värderingstvist kan det få mycket stor betydelse vad man antar om finansieringen. Jag anser att man i en värderingstvist inte rimligen utan vidare kan utgå från den finansieringsmix som förekommer vid värdetidpunkten, utan menar att optimal finansiering är rimligare. (Om det då förs övertygande bevisning om att en köpare av bolaget per värdetidpunkten borde ha blivit en PE-köpare är det, som jag preliminärt ser det, rimligt att WACC:en ska påverkas av det, vilket i så fall trycker upp det omtvistade värdet.) Om tillgången är mer värd för köparen än för säljaren, p.g.a. olika finansiering, bör det alltså, enligt min mening, kunna ha en påverkan på det värde som bestäms i en tvist.

*

Därefter, alltså när WACC:en har fastställts, är resten matematik. Det gäller att räkna ut värdet på en rörelse baserat på antagna framtida kassaflöden och fastställd WACC. Den matematiken är inte så lätt för en jurist, men alla värderingssakkunniga har formlerna och kan nu enkelt räkna ut rörelsevärdet (EV). Det värdet anges mycket sällan till ett visst belopp. Eftersom det finns en del osäkerhet inbyggd i antagandena om både de framtida kassaflödena och bedömningen av vad som är en rimlig WACC, anges i stället betydligt oftare ett värdespann. Det eliminerar dock inte osäkerheten. Det är inte ovanligt att en sakkunnig anger ett värdespann som i dess helhet ligger utanför en annan sakkunnigs värdespann.²⁴ Särskilt vanligt tycks detta, enligt min erfarenhet, vara när den som

²³ Förklaringen kan lika gärna vara denna, som för några år sedan gavs till mig av en erfaren och synnerligen framgångsrik partner på ett PE-hus (citatet återgivet som jag minns det): "Vi tittar inte så mycket på kassaflödena när vi köper. Vi tittar snarare på vad vi tror att vi ska kunna sälja för. Dessförinnan ska det ha hänt en del."

²⁴ Peter Jennergren konstaterade redan i JT 1996–97 s. 81–82 att experter utan svårighet kan "justera förutsättningarna, så att i förväg önskade resultat erhålls". Han fortsätter: "Det är däremot inte så lätt för ej lika initierade användare av resultaten (t.ex. skiljemän) att genomskåda, vilka förutsättningar som är kritiska. I en antagonistisk process är därför utnyttjande av metoder, som

gjorde sin värdering sist har haft tillgång till den andres värderingsutlåtande och/eller såklart när den som gjorde sin värdering först har varit särdeles optimistisk eller pessimistisk (eller om man så vill uppdragsgivarvänlig).²⁵

När EV sålunda har bestämts återstår ändå något att göra för att få fram aktievärdet, om rörelsen ligger i ett aktiebolag och det är detta som ska värderas. Man måste beakta nettoskulden (eller, vilket är mycket ovanligt men varit fallet i ett par värderingstvister jag varit inblandad i, om skulden är negativ, dvs. en tillgång, nettokassan).²⁶ Nettoskuld/nettokassa anses oftast vara värd vad den är, krona för krona. Alltså: rörelsevärde minus nettoskuld är lika med aktievärde.²⁷

Sammanfattningsvis ska sägas att syftet med vad ovan sagts inte har varit annat än att läsaren, om hen inte hade förstått det tidigare, ska inse att avkastningsvärdering är beroende av en stor mängd olika faktorer och att värdet kan svänga kraftigt när flera av dessa ändras.

Peter Jennergren uttrycker sig såhär i en nyligen publicerad artikel: ”Det är välkänt bland revisorer, företagsledningskonsulter och forskare inom redovisning och företagsfinansiering, att en kassaflödesanalys kan leverera nästan vilket önskat företagsvärde som helst, genom ändamålsenlig specifikation av de många olika parametervärden och andra förutsättningar som ingår i analysen.”²⁸ Det är befriande när experter talar klartext! Emellertid: även om jag inte tänker säga emot Jennergren (utan tvärtom tyvärr tror att han har rätt) hjälper det inte mig. Min självpåtagna uppgift i denna artikel är ju att, eftersom DCF-värderingar är så vanliga i värderingstvister, diskutera hur de inblandade kan bidra till att domstolarnas och skiljenämndernas avgöranden blir så högkvalitativa som möjligt. Man kan väl redan här säga att Jennergren har hjälpt till med svaret på frågan hur de värderingssakkunniga kan bidra.

är teoretiskt avancerade och därutöver kräver precisering av ett stort antal enskilda förutsättningar, inte nödvändigtvis en fördel.” Jag har lätt att instämma i det.

²⁵ I JT 2014–15 s. 54 skriver Peter Jennergren att ”en [så] stor skillnad i värderingar som inlämnas som bevisning i en rättstvist faktiskt bara är ungefär vad man kan förvänta sig”. Mina egna erfarenheter bekräftar att Jennergren tyvärr verkar ha rätt även på den punkten. Jennergren fortsätter med att förklara fenomenet ”dueling experts”, och även om han då primärt talar om amerikanska förhållanden uppfattar jag det som att han menar att det gäller även för svenska värderingstvister, vilket jag i så fall tyvärr också kan konstatera stämmer med min erfarenhet: ”Kassaflödesanalyserna blir därigenom ganska meningslösa, förutom att de är svåra att genomskåda och fördyrande för processerna (eftersom expertvittnena vanligen tar mycket bra betalt)”.

²⁶ Det har hänt i värderingstvister att de sakkunniga varit oense även i frågan om en nettokassa har ett värde; något som kan bero på att den ena inte anser nettokassan vara utdelningsbar p.g.a. en mycket dyster framtidsprognos i det korta perspektivet (t.ex. stora avvecklingskostnader eller stora förluster i verksamheten).

²⁷ Det finns i värderingstvister ofta olika synpunkter på vilka poster som ska ingå vid beräkningen av nettoskuld, men jag väljer att inte fördjupa mig i det här. Förenklat är nettoskulden differensen mellan räntebärande skulder och kassa.

²⁸ Peter Jennergren, JT 2020–21 s. 317 f. I en not lägger han till att detsamma för övrigt gäller relativvärderingar, varom mer nedan.

3.3 Vad är en relativvärdering och hur är den normalt uppbyggd?

Det korta svaret:

I en relativvärdering försöker den värderingssakkunniga fastställa ett bolags (eller en rörelses) värde genom att göra en jämförelse med hur andra jämförbara bolag (rörelser) värderas. Så sker genom att utvärdera jämförelseobjektens värderingsmultiplar.

Jämförelse kan endera göras med börsnoterade bolags multiplar eller med de multiplar som kan fås fram utifrån kunskap om genomförda transaktioner.

Det lite längre svaret:

Ett första problem när man ska göra jämförelser i värderingssyfte är att hitta lämpliga jämförelseobjekt. Det säger sig självt att det är lättare att hitta lämpliga sådana om man ska värdera t.ex. en butikslokal i Stockholm (man kan ju jämföra med andra liknande butikslokaler i Stockholm) eller en börsnoterad telekomoperatör (man kan ju jämföra med andra sådana) än när man ska värdera t.ex. en mindre konsultverksamhet med kunder från hela världen eller ett icke börsnoterat, medelstort bolag med ett par olika divisioner, som driver sin verksamhet på ett par olika marknader i Norden.

Inte desto mindre försöker man. Ofta ingår då bolag i jämförelsematerialet som är avsevärt större eller avsevärt mindre, avsevärt mer lönsamt eller avsevärt mindre lönsamt än det bolag vars rörelse ska värderas. Det kan också vara så att jämförelseobjekten har en verksamhet som dels består av något som är likt den rörelse som ska värderas, men också av annat, utan att de olika delarna särredovisas. Eller omvänt så att jämförelseobjektet endast ägnar sig åt en del av det som bolaget, vars rörelse ska värderas, gör. För att en relativvärdering ska bli så tillförlitlig som möjligt (eller om man så vill ge någon vägledning av värde i en tvist om en rörelses värde) är det mycket viktigt att jämförelseobjekten väljs ut med omsorg och är sådana med liknande storlek, liknande affärsmodell, liknande lönsamhet, liknande karaktärsdrag och liknande tillväxt.

Ändå är det vanligen så att två värderingssakkunniga ofta väljer ut helt olika jämförelseobjekt. Att de är exakt desamma har jag aldrig varit med om.²⁹

Ett annat problem är att fastställa hur jämförelseobjekten värderas, så att man kan fastställa deras värderingsmultiplar.³⁰ Det är särskilt vanskligt när man

²⁹ För att än en gång citera Peter Jennergren, så skriver han i JT 2020–21 s. 316 not 2 att värderingssakkunniga vid relativvärdering också kan uppnå nästan vilket resultat som helst ”genom ändamålsenliga urval av jämförbara börsnoterade eller uppköpta företag”. Jfr Per Henriksson i JT 2019–20 s. 338. Jag instämmer i vad Jennergren och Henriksson anför. Möjligen är jag dock mer positiv än vad de är till relativvärdering när börsbolag jämförs med andra börsbolag, även om jag inser att man även då måste vara försiktig.

³⁰ En sådan multipel är P/E vilket står för Price/Earnings. P/E-talet beräknas alltså genom att man dividerar värdet på bolaget (dvs. aktiepris multiplicerat med antal aktier) med årets vinst. En annan multipel som kan användas är P/B, vilket är pris (marknadsvärde) dividerat med bokfört eget kapital. Ytterligare andra, när det är en rörelse som värderas, är EV/Sales, EV/EBIT eller EV/EBITDA. Även andra multiplar förekommer.

inkluderar icke börsnoterade bolag i jämförelsen (de börsnoterade bolagen värderas ju av marknaden varje dag, andra bolag inte, utan endast när de byter ägare). Värderingssakkunniga har visserligen tillgång till databaser med statistik över priser vid ägarbyten, men kännedom om särskilda villkor som kan ha betydelse för priset och/eller kännedom om utfall vad gäller eventuell överenskommen rörlig del (tilläggsköpeskilling eller s.k. earn out) vid någon gjord M&A-transaktion kan saknas. Större konsultfirmor kan veta en del från privata M&A-transaktioner som de har medverkat till, men som de inte kan avslöja. Förvärvsintensiva publika bolag kan ha lämnat ifrån sig en del användbar information i samband med att de gjort förvärv eller avyttringar.³¹

Om både börsnoterade bolag och icke börsnoterade bolag används vid en jämförande värdering anser jag att man bör skilja på de två grupperna, vilket görs i vissa sakkunnigutlåtanden i värderingstvister, men inte i andra.

När man väl fått ihop en lista med jämförelsebolag och olika multiplar på dessa är ytterligare en fråga om det bolag som ska värderas bör jämföras med medianen av jämförelsebolagen, eller medelvärdet av dessa. En annan fråga är hur man ska se på det faktum att jämförelsebolagen sinsemellan är olika, t.ex. olika stora. Bör någon slags viktning ske inom jämförelsegruppen?

3.4 Samspelet mellan en DCF-värdering och en relativvärdering

Ofta tillämpas de båda metoderna (en absolut värdering i form av DCF-värdering och en jämförande värdering, dvs. en relativvärdering) parallellt.³²

Min egen uppfattning är att man nog oftast bör vara försiktig med att låta relativvärderingar av bolag (och rörelser) vara något annat än ett sätt att testa (staga upp) resultatet av avkastningsvärderingarna, annat än när ett börsbolag med liknande börsnoterade konkurrenter värderas eller när t.ex. ett energibolag eller annan typ av bolag som det på senare tid sålts många av, värderas.

Om båda dessa värderingsansatser har valts händer det att de värderingssakkunniga räknar ut ett genomsnitt av värdet enligt avkastningsvärderingen och

³¹ Jag hoppas att ingen domstol eller skiljenämnd är så naiv att den vid en relativvärdering av ett bolag, åberopad i en tvist där endast en värderingssakkunnig yttrat sig, drar den slutsatsen av HD:s ovan nämnda avgörande i Sjukhuscaféet, att en värderingssakkunnigs urval av jämförelsebolag normalt ska godtas. Jag menar att lämpligheten av just de valda jämförelsebolagen ska styrkas. urval av jämförelsebolag normalt ska godtas. Jag menar att lämpligheten av just de valda jämförelsebolagen ska styrkas. Att HD i Sjukhuscaféet godtog expertens påstående hade särskilda skäl som framgår av p. 17, 18 och 21 i HD:s avgörande. Prejudikatet ska självklart respekteras, men några långtgående slutsatser i just den nu nämnda frågan ska nog inte dras, jfr not 38 i Del 2 av denna artikel.

³² Enligt skriften Företagsvärdering – översikt av området baserat på erfarenhet, utgiven av Öhrlings PwC 2005, s. 19, sker så ”eftersom de rätt tillämpade bör leda till samma värdebedömning. Enligt båda metoderna är grunden för företagets värde dess förväntade framtida kassaflöde, finansiella ställning samt risksituation”.

värdet enligt relativvärderingen, och låter det vara styrande för värdeslutsatsen. Andra kombinationer förekommer också.

Vanligare är nog dock att de värderingssakkunniga i sitt utlåtande i en värderingstvist väljer en värderingsansats som styrande för värdeslutsatsen, och endast använder resultatet av den andra värderingsansatsen för en rimlighetsbedömning av resultatet i den valda värderingsansatsen. Få sakkunniga, antar jag, vill lämna ifrån sig ett värderingsutlåtande där värdena skiljer sig avsevärt åt beroende på valet av värderingsansats. Att först fastställa ett värdespann efter att ha gjort en avkastningsvärdering och sedan konstatera att värdet enligt relativvärderingen hamnar långt utanför det spannet är nog inte tillfredsställande. Då kanske det är rimligare att ändra lite i den ena värderingen (den man är minst trygg i, t.ex. ändra tillväxtantagandena i DCF-värderingen). Inget särskilt konstigt med det i så fall, särskilt inte om det redovisas öppet att så skett, förslagsvis under ett huvudförhör. Men i praktiken är det nog inte så att den värderingssakkunniga först gör en DCF-värdering och därefter en relativvärdering eller vice versa, utan snarare lär det gå det till så, att man laborerar med en mängd antaganden och variabler i sin DCF-värdering parallellt med att man arbetar med sin relativvärdering.³³

Artikeln fortsätter i nästa häfte av denna tidskrift med bl.a. författarens svar på ställda frågor.

³³ Det har sagts mig att det ibland kan vara så att den värderingssakkunniga har en relativt klar uppfattning om vad tillgången skulle visa sig vara värd på marknaden, men att det är mycket svårt att "räkna hem" det i en DCF-värdering. Det kan t.ex. bero på antaganden om en potentiell köparens stora synergievinster, som en erfaren expert kan ana sig till men inte veta något säkert om då värderingen vanligtvis görs utifrån bolagets vid värdetidpunkten existerande affärsplan. Detta har dock aldrig sagts öppet i något värderingsmål som jag deltagit i. Den värderingssakkunniga som eventuellt har resonerat så kan förslagsvis förklara för domstolen eller skiljenämnden att relativvärderingen har varit styrande för hans värdering, och att DCF-värderingen endast stöttar värdeslutsatsen i relativvärderingen.