

Blendow Lexnova Expertkommentar - Affärsjuridik, december 2011

VÄRDERINGEN AV CARNEGIE: ett avgörande med magiska attribut

Det brukar hävdas att företagsvärdering inte är vetenskap utan konst. Efter år av återkommande förvåning rörande hur värdering kan användas till att motivera osannolika konsekvenser är jag nu övertygad om att man måste gå ett steg längre: företagsvärdering är varken vetenskap eller konst, det är magi!

Då tänker jag inte på att värdemätaren börsen på ett närmast övernaturligt sätt slår fram och tillbaka. Jag tänker inte heller på att blotta nämmandet av det ordet synergi kan medföra att en företagsammanslagning som genom ett trollslag blir mångdubbelt mer värd än de enskilda delarna. Nej, istället tänker jag på att det finns en benägenhet att hänga upp ett företags värde på förekomsten av enskilda egenskaper i verksamheten, "attribut". Såsom medeltida magiker nyttjade fantastiska artefakter för att besvärja omgivningen, nyttjar dagens företagsvärderare unika värdeattribut för att frammana eller trolla bort företagsvärden och rättigheter.

Denna metafysiska inställning till företagsvärderingen har nu fått rättsligt uttryck i samband med prövningen av Riksgäldens (RG) övertagande av börsföretaget Carnegies dotterbolag. I det avgörande som i början av oktober kom från Prövningsnämnden för stöd till kreditinstitut (ärende 1-2009) befästs att marknadsvärdet på Carnegies dotterbolag Carnegie investmentbank (CIB) härstammar enkom från förekomsten av enskilda attribut och att den övriga verksamheten inte betingar högre än bokfört värde. Eftersom den civilrättsliga processen i tingsrätten, som tidigare vilandeförklarats, dragits tillbaka då parterna förlikts efter Prövningsnämndens beslut kommer ingen ytterligare prövning av ärendet ske.

Bakgrunden

De allra flesta torde vara relativt bekanta med förvecklingarna under hösten 2008 som ledde fram till att staten tog över ägandet i CIB och Max Matthiessen (MM), Carnegies andra dotterbolag. Därför beskrivs bakgrunden här endast kortfattat i form av en sammanfattande tidslinje.

Datum (klockslag)	Händelse
30 sep 2007	Finansinspektionen (FI) varnar och bötfäller CIB och byter ut styrelsen
2008	FI har flera tillsynsärenden mot CIB och andra koncernbolag
26 okt 2008	Riksbankens (RB) lånar ut 1 mdr till CIB
28 okt 2008	RB:s kreditram utökas till 5 mdr
30 okt 2008	Lag (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut (Stödlagen) träder i kraft
31 okt 2008	Kreditramen utnyttjas med 2,4 mdr
10 nov 2008 (08.00)	Regeringen bemyndigar RG att bevilja CIB ett ersättningslån
10 nov 2008 (14.30)	FI meddelar RG och Carnegie att CIB:s tillstånd kommer att återkallas
10 nov 2008 (14.31)	RG lämnar lån till CIB och pantavtal undertecknas

10 nov 2008 (15.00)	FI drar tillbaka CIB:s tillstånd
10 nov 2008 (15.02)	RG kräver in aktierna i CIB och MM genom pantrealisation
10 nov 2008 (15.10)	FI omprövar sitt beslut och ger CIB en varning
11 feb 2009	RG säljer CIB och MM till riskkapitalbolagen Altor och Bure för ca 2,3 mdr
3 oktober 2011	Prövningsnämnden värderar panterna (CIB och MM) till 2,6 mdr
30 november 2011	RG och Carnegie förliks utan att aktieägarna får någon kompensation

Den särskilt intressanta perioden är de knappa 40 minuterna mellan 14.31 och 15.10 den 10 november 2008. Under denna period ingick Carnegie ett pantavtal med RG, FI återkallade CIB:s tillstånd, panterna övergick till RG och FI drog tillbaka återkallelsen av tillstånden. Några av de i särklass mest händelserika och intressanta minuterna i svenskt finansiellt liv under 2000-talet hittills. Ett av Sveriges äldsta bolag tas utan pardon över av staten för att säljas till riskkapitalbolag utan kompensation till aktieägarna. Men vad baserades egentligen den utslagsgivande värderingen på?

Värderingsprinciper

Värdering anses i grunden vara en bedömning av vilken ekonomisk nytta en innehavare har av en tillgång. För att estimeras ett värde uppskattas det pris tillgången skulle betinga vid en tänkt överlåtelse. Värdering är således inte en mätning av ett faktiskt manifesterat pris; värderingen baseras nödvändigtvis på *hypotetiska* argument, inte *ipso facto*. De resonemang som på så sätt ligger bakom ett företagsvärde är således baserade på ett antal antaganden, s.k. värderingsprinciper.

Värdering utgår från en bedömning av tillgångens förväntade pris vid en överlåtelse i en marknadssituation. En vanlig definition av ett sådant marknadsvärde formulerar de viktigaste värderingsprinciperna på följande sätt: det förväntade pris till vilket en överlåtelse av tillgången torde ske på en öppen och oreglerad marknad, i en affär mellan en rationell och frivillig säljare och likaledes en rationell och frivillig köpare, där båda parter har tillgång till likvärdig och fullständig information.

Sedan finns värderingsprinciper som gäller för ett företag som värderingsobjekt används ytterligare antaganden som är allmänt accepterade i företagsekonomi, redovisning och många lagar som refererar till marknadsvärde (i rättsliga sammanhang ofta kallat verkligt värde). Två principer för verksamheten som är bas i all företagsvärdering är fortvarighetsprincipen (*going concern*) och "bäst-nyttapprincipen" (*highest and best use*). Den första principen innebär att man utgår från att verksamheten kommer att fortgå tills vidare - faktiskt i all oändlighet. En avvecklingskalkyl utgår från andra, värdeförstörande, antaganden. Den andra principen innebär att verksamheten, sett som en samling tillgångar, ska användas på det sätt så att de når det högsta och bästa värdet som är möjligt. Hur tillgångarna de facto används av den nuvarande innehavaren är betydelselöst.

Prövningsnämnden har i sitt avgörande rörande värderingen av CIB och MM uttalat följande om de värderingsprinciper som ska råda vid prövningen: bedömningen av värde bör ta sikte på det högsta pris som en välinformerad och kapitalstark köpare den 10 november 2008 skulle vara beredd att betala, medan det värde egendomen skulle kunna ha för aktieägarna vid ett fortsatt innehav däremot saknar betydelse. Även om det föreligger en viss otydlighet i uttalandet kan dras slutsatsen att prövningsnämnden lutar mot en värdebedömning baserad på situationen under de händelserika

minuterna den 10 november 2008 och inte baserad på det uthålliga och bästa värdet av tillgångarna.

I pantavtalet mellan RG och Carnegie fastställs de värderingsprinciperna som ska gälla för aktierna i CIB och MM. I huvudsak refererar avtalet till den nyligen tillkomna stödlagen. I korthet gäller således följande:

1.	<i>Om Riksgälden själv övertar äganderätten till alla eller vissa av Aktierna i enlighet med 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.</i>	6.2 pantavtalet
2.	<i>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.</i>	4 kap. 3 § 2 st. Stödlagen
3.	<i>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.</i>	5 kap. 1 § Stödlagen

Avtalet stadgar att värderingen ska ske "med hänsyn till förhållandena vid tidpunkten för övertagandet", men hänvisar sedan till lagen där det stadgas att värderingen ska "bestämmas så att det motsvarar det pris för aktien som kan påräknas vid en försäljning under normala förhållanden". Här finns en stor spännvidd: antingen ska värderingen utgå från det mycket prekära läget för världsekonomin i stort hösten 2008 och CIB i synnerhet de ödesmättade minuterna 10 november 2008 eller så försöker man fastställa vad som är normalt. Antingen är det värdet vid ett särskilt klockslag på en särskild dag som ska fastställas eller så ska värdet bestämmas till förhållanden under en längre tidsperiod i anslutning till tillfället för övertagandet. De flesta bedömare torde vara överens om att hösten 2008 var en högst extraordinär period i världsekonomin, trots att dess konsekvenser visat sig långvariga. Att perioden utgjorde normala förhållanden för ett företag verksamt inom den finansiella sektorn måste ur varje objektiv bedömares perspektiv vara att göra våld på sanningen. Situationen där internbankmarknaden står stilla och banker måste söka statliga likviditetsstöd och få verksamhetstillstånd indragna är högst onormal.

Begreppet "normala förhållanden" förklaras på följande sätt i förarbetena till stödlagen: med begreppet avses normala förhållanden i den rådande situationen, ovidkommande tillfälliga omständigheter bör således inte ha inflytande på värderingen (prop. 2008/09:61 s 55). Närmare utredning av begreppet ges inte, utom att propositionen refererar till reglerna rörande tvångsinlösen av minoritetsaktier i aktiebolagslagen (ABL 22 kap). Vid tvångsinlösen används begreppet normala förhållanden för att understryka att det inte alltid är marknadsvärdet vid värderingstidpunkten som ska vara avgörande. Istället kan prövningen ske mot bakgrund av längre tidshorisont, bl.a. för att minoritetsaktieägare inte ska behöva lida av en värdenedgång som majoritetsaktieägare medvetet eller omedvetet förorsakat (se prop 2004/05:85 s. 450). I begreppet ligger sålunda en betoning att onormala förhållanden i det givna värderingsögonblicket inte ska färga bedömningen, särskilt inte om dessa förorsakats av den som övertar aktierna.

Den andra principen för värderingen enligt pantavtalet och stödlagen är att det statliga stödet inte ska påverka värderingen, vare sig det utgått eller förväntas utgå. Principen har till bakgrund att

aktieägare i företag som erhållit stöd från staten inte ska kunna tillgodogöra sig dessa på ett otillbörligt sätt. Förarbetena till stödlagen (prop. 2008/09:61 a st.) uttrycker det som att "en användning av marknadsvärdet skulle då innebära att aktieägarna indirekt kunde tillgodogöra sig statens stödåtgärder, vilket direkt motverkar syftet med regleringen". Anledningen är att det inte är enskilda aktieägare som ska stödjas utan landets finansiella stabilitet. Principen sägs uttryckligen vara hämtad från expropriationsrätten, där den s.k. influensregeln i 4 kap 2 § expropriationslagen stadgar att om företaget för vilket expropriationen genomförs haft inverkan på fastighetens marknadsvärde så ska lösenspriset bestämmas som om denna inverkan inte förekommit. Så ska dock endast ske i den mån det är skäligt med hänsyn till förhållandena på orten eller den allmänna förekomsten av likartad inverkan under jämförliga förhållanden. Influensregeln gäller både i prishöjande och prissänkande riktning, men tillåts enligt bisatsen bara påverka lösenspriset då påverkan är "onormal", dvs. en normal prispåverkan får fastighetsägaren tåla respektive tillgodogöra sig. Det gäller även expropriationsföretaget - en normal prishöjande effekt får företaget tåla, en normal prissänkande effekt får företaget tillgodoräkna sig. Anledningen till detta är att ägare av närliggande fastigheter som inte utsatts för expropriation inte ska få en fördel gentemot den vars fastighet blivit exproprierad. Återkopplat till stödlagen skulle influensregeln rätt tillämpad innebära att prispåverkan som normalt kan förutses från ett stöd i den finansiella sektorn borde inkluderas i värderingen medan en onormal prispåverkan vid en specifik åtgärd ska exkluderas. I situationen att staten inför en stödlag och faktiskt lämnar likviditetsstöd som stabiliserar bank- och finansmarknaden i en turbulent situation framstår det som orättvist att vissa banker och finansbolag kan tillgodogöra sig denna nytta medan andra (aktieägarna i Carnegie) inte får tillgodogöra sig motsvarande nytta.

Värdeattribut

I Carnegie-fallet tillmäts ett värdeattribut helt avgörande betydelse vid värderingen; förekomsten av tillstånd från FI att bedriva bank- och värdepappersrörelse. Det är de tillstånd som drogs tillbaka 10 november 2008 15.00 vilka innebar att CIB skulle avveckla sin tillståndspliktiga verksamhet inom sex månader (FI dnr 08-10273) och som återuppstod tio minuter senare.

De rättsutlåtanden som inskaffats av parterna inför prövningen har olika åsikter om tillstånden kan anses indragna eller inte och i vad mån detta förhållande bör ligga till grund för värderingen. Prövningsnämnden hävdar att det egentligen saknar betydelse vilken exakt tidpunkt som värderingen gjordes eftersom det förelåg förutsättningar för att återkalla tillstånden. Varje intressent var därmed tvungen att ta i beaktande att de tillståndsberoende verksamheterna skulle behöva avvecklas, omorganiseras eller refinansieras till den omfattning FI skulle kräva. Värderingen kan därför inte baseras på antagandet att verksamheten kan bedrivas på samma sätt som tidigare. En kalkyl baserad på företagets avveckling på det sätt som RG hävdade skulle istället i allt väsentligt vara befogad.

Detta är delvis en rimlig utgångspunkt. Den kan dock omformuleras till det ur värderingstekniskt perspektiv tydligare resonemanget att det i befintliga verksamheten fanns latenta kostnader för att få bibehålla tillstånden och kunna fortsätta bedriva verksamheten i enlighet med tidigare accepterade affärsprinciper. I den värdering som ligger till grund för nämndens avgörande har dock endast avvecklingskostnaderna beräknats, inte kostnaderna för omorganisation eller omfinansiering som skulle kunna tillfredsställa de brister som påtalats. Någon sådan utredning har veterligen överhuvudtaget inte gjorts. Eftersom beslut om återkallande de facto fattats - förvisso nästan i samma stund omprövade - har man sett frågeställningen om tillstånden som "binär".

För att vända på Prövningsnämndens språkbruk kunde istället sägas att det vid tidpunkten för värderingen uppenbarligen fanns förutsättningar för att få eller återfå tillstånden. Dagens Carnegie,

med av FI godkända ägare, har inte heller officiellt tagit några helhetsgrepp för att åtgärda de påtalade interna bristerna även om vissa riskfyllda engagemang avvecklats. Lätt förvånande har företaget, till synes baserat på samma affärsprinciper som alltid genomsyrat organisationen, redan ett år efter ägarturbulensen av FI bedömts vara pålitligt nog att ta på sig än större utmaningar. Nu genom att överta ytterligare en havererad bankverksamhet under avveckling, HQ bank.

Den värdering som legat till grund för Prövningsnämnden har således byggt på att verksamheten till stora delar varit under avveckling, innebärande att stora nedläggningskostnader för tillståndspliktiga delar och att icke-tillståndspliktiga delar värderats under antagandet om forcerade försäljningar. Sådana kostnader och värdeförstörande avyttringar överstiger med all säkerhet kostnaderna för ett mer "rekonstruerande" och långsiktigt förhållningssätt där tillstånden kunnat återvinnas såsom sedermera skett.

Enskilda värdeattribut är inte ovidkommande vid företagsvärdering, men att tillmäta dem allför avgörande betydelse framstår likväl som orimligt. Det är kombinationen av de olika delarna i verksamheten som ger värdet, inte de enskilda faktorerna. Att värdera en enskild faktor, t.ex. värdet av tillstånd, kräver en annan form av värderingsanalys – exempelvis på samma sätt som görs vid värdering av immateriella tillgångar. Att isolera företagets olika värdeattribut är besvärligt och att låta dem på ett närmast binärt sätt bestämma värdet av en affärsverksamhet är direkt vilseledande.

Slutord

Den tvistiga värderingsfrågan avsåg inte aktier som staten löst in i enlighet med stödlagen utan aktier som RG tagit över med stöd av ett pantavtal. Huruvida övertagandet varit rättsenligt eller inte var något som Prövningsnämnden inte kunnat ta ställning till, det skulle ha kunnat komma att prövas av tingsrätten. Prövningsnämnden utgår istället från att övertaganden varit rättsenligt. Prövningsnämnden finner vidare att den värderingsfråga som med stöd av punkt 6.2 i pantavtalet hänskjutits till nämnden har sådan anknytning till det aktuella lånet att värdering enligt 3 kap 4 § stödlagen kan bli föremål för nämndens bedömning. Flera rättsutlåtanden påtalar dock att pantavtalet inte är en del av stödåtgärden enligt stödlagen. I så fall handlar fallet om en avtalsrättslig inkorporering av delar av stödlagen och stödlagens tvistelösningsmekanism, vilket komplicerar tolkning och tillämpning av lagen. Inget av detta kommer att prövas.

Parterna har nu förlikts och den fortsättning av tvisten som fanns anhängigjord i tingsrätten är tillbakadragen. Det var nog inte bara av trötthet och skenande rättskostnader parterna till slut kunde mötas, det var också en genuin osäkerhet om att verkligen få rätt hos båda parter. I den politiska behandlingen av fallet tycks det viktigaste vara att Carnegies aktieägare inte ska få någon kompensation – det betonas bl.a. av RG:s många pressmeddelanden.

Företagsvärdering bygger på principer, premisser och antaganden. Ett företag är resultatet av samverkan av en mängd olika delar. För att bedriva en framgångsrik verksamhet behöver ett företag bland annat affärskunnande, företagsledning, medarbetare, affärspartner, kundrelationer, kapital, maskiner och inventarier, immateriella rättigheter m.m. För många företag behövs statliga och kommunala tillstånd för att bedriva verksamheten. En värdering är en fiktiv bedömning av vad ett objekt kan komma att få för pris vid en tänkt överlåtelse. För att bedömningen ska bli rimlig måste den bygga på att alla delar som tidigare samverkat fortsätter samverka. I annat fall framstår värdering alltmer som en trollkarlshatt ur vilken olika ting dras upp till allas häpnad och beundran.

Även om det inte finns mycket att säga till Carnegies försvar rörande verksamhetens bedrivande med bristande internkontroll, tradingförluster, bristande regelefterlevnad, redovisningsfusk, otillåten fondförvaltning, alltför stora riskeponeringar m.m. lämnar de statliga myndigheternas

hantering av ärendet mycket att önska ur rättsäkerhetshänseende. Värderingen av panterna har använts som ett sätt för att trola bort helt rimliga krav på redovisning och kompensation. Även om den svenska statens tuffa hantering av finanskrisen i huvudsak varit påkallad och godartad framstår handläggningen av just detta ärende som en bläcksvart plump i protokollet. Visst vill en skattebetalare att staten använder pengarna rätt, men i grunden finns framförallt en vilja att staten gör rätt.



Robert Sevenius

Ekon. lic., jur.kand., verksam som rådgivare och författare inom företagsförvärv och bolagsstyrning samt kursledare vid Stockholms universitet, Företagsekonomiska Institutet, Advokatsamfundet m fl.