



Konsten att värdera det osynliga kapitalet

I vår digitaliserade informationsekonomi blir det allt svårare att göra korrekta bolagsvärderingar. Företagens immateriella värden blir allt viktigare, men de tas inte alltid upp som tillgångar i balansräkningarna. Det räcker inte längre med en revisor och en bankkontakt för att landa rätt. Samtidigt ser vi exempel på hur den nya generationens IT-företag värderas till närmast osannolika belopp. Hur synliggörs det dolda kapitalet – vad krävs för att ett företag ska få en rättvis värdering?

På den internationella marknaden frodas informations- och kunskapskrigare, internetbaserade startupbolag och IT-giganter som Alphabet, Apple, Microsoft och Facebook – vår tids industrialister och ekonomiska makthavare. Bara i Europa finns det ett fyrtiotal startups som värderas till minst en miljard US-dollar. Sex av dessa – Skype, Spotify, Klarna, King, Avito och Mojang – är grundade av svenskar och fler bolag är på god väg in i miljardklubben.

Framgångarna för internetålderns frontbolag baseras inte i första hand på materiella tillgångar som fastigheter, inventarier och varulager, utan på värden i form av know-how, varumärken, patent, programvaror, upphovsrätter, kunddatabaser och liknande. Immateriella tillgångar som kan vara mer eller mindre dolda i redovisningen och svåra att sätta en prislapp på. Det hindrar dock inte marknaden från att värdera dessa bolag till hisnande belopp. Några exempel:

- I februari 2016 blev Googles moderbolag, Alphabet, världens högst värderade företag med ett sammanlagt börsvärde på över 550 miljarder dollar. Värderingen

baserade sig emellertid inte på verksamhetens resultat. Den närmaste konkurrenten i värderingsligan, Apple, hade nämligen mer än tre gånger så hög vinst.

- I april 2015 värderades den svenska musiktjänsten Spotify till drygt 74 miljarder kronor. Det är ungefär lika mycket som den globala digitala musikmarknaden omsatte under 2014, det vill säga i nivå med storbolag som Electrolux och Alfa Laval. Detta trots att Spotify fortfarande går med förlust och inte ens har erövrat hälften av den digitala musikmarknaden.

- Hösten 2014 såldes det svenska spelutvecklingsbolaget Mojang till Microsoft för 18 miljarder kronor. Bolaget hade då inte funnits i mer än fyra år och var till största delen baserat på hobbyprojektet Minecraft – ett populärt internetspel skapat av programmeraren Markus "Notch" Persson från Edsbyn i samverkan med spelarna på Internet. På några få år förvandlades Markus från en okänd programmerare till en världsberömd mångmiljardär.



Dagsform, förväntningar och flockbeteende

Den nya generationens IT-företag får numera toppplaceringar i de årliga listorna över världens högst värderade bolag. Under 2015 hade Apple och Google högre marknadsvärden än såväl Bank of China som Exxon Mobil och liknande tungviktare. Konkreta, lätt mätbara tillgångar och historisk lönsamhet har förlorat i betydelse på bekostnad av immateriella värden och förväntningar om framtida avkastning. Framtiden har visserligen blivit ytterst svår att förutse till följd av snabb teknikutveckling, höga utvecklingskostnader och en allt hårdare global konkurrens, men marknaden fortsätter att agera som om morgondagen redan var här.

I börsvärlden är detta vardagsmat. Kapitalflödena rör sig helt oförutsägbart mellan dåtid, nutid och framtid och skiljelinjen mellan reella och fiktiva värden blir allt otydligare. Värderingarna bygger mer på investerarnas dagsform och förväntningar än på bolagens balans- och resultaträkningar. Som till exempel när Ericssons B-aktie föll med nästan sex procent i januari, trots att kvartalsrapporten visade ökad vinst, bättre marginaler och höjd utdelning. Dagen före hade det nämligen gått ett rykte om att rapporten skulle vara betydligt starkare.

Dolda värden med stor potential

Att värdera företag med en stor andel immateriella tillgångar är mycket svårt. Det räcker med att fråga sig vilken prislapp som ska sättas på faktorer som know-how, innovationsförmåga och marknadsförtroende för inse detta. Inte heller finns det några lagstadgade regler eller rekommendationer för hur en sådan värdering ska göras. Värderarens erfarenhet och kunskap är därmed avgörande för hur tillförlitlig värderingen blir. Alltså är det riskfyllt att låta företagets revisor eller bankkontakt ensamt ansvara för värderingen. För att få en så objektiv värdering som möjligt krävs både specifik branschkunskap och specialister på värdering av immateriella rättigheter. Exklusivt har därför bitt advokat Jonas Gulliksson, som har lång erfarenhet inom området, att dela med sig av sina kunskaper:

– Det finns mängder av olika metoder för att värdera ett företag. Vilken metod som väljs beror på om beställaren eftersträvar ett högt eller lågt pris. För mindre och medelstora företag brukar man använda metoder som utgår från verksamhetens egna kapital och kassaflöde samt historiskt eller förväntat resultat. Substansvärdemetoden utgår från det bokförda värdet på bolagets egna kapital plus skillnaden mellan tillgångarnas bokförda värde och deras marknadsvärde. En köpare väljer gärna denna värderingsmetod för bolag med stora dolda tillgångar, alltså där skillnaden mellan det bokförda värdet

och marknadsvärdet är stort. Detta för att tillgångar som funnits länge i bolaget inte har varit föremål för handel och därför inte har något säkert marknadspris.

– Om tillgångarna är dolda eller värderas lågt kan köparen sälja dem efter bolagsförvärvet och kanske få tillbaka hela köpeskillingen. Ett belysande exempel på hur detta kan gå till är investmentbolaget Skrinets köp av konfektyrbolaget Kanold på 1980-talet. Kanold ägde ett antal biografier och fastigheter som värderades lågt och köpet betalades med aktier i Skrinet. Efter köpet sålde Skrinet fastigheterna för nästan fyra gånger köpeskillingen till säljarens stora förtret. Ett liknande fall var Skrinets köp av bolaget Masonite som hade stora skogstillgångar och ett modernt sågverk. Även här betalade man med aktier i Skrinet, varefter Masonites tillgångar såldes med god förtjänst. Efter en hel serie av liknande affärer uppstod slutligen en börsbubbla, varefter Skrinets aktier föll kraftigt och säljarna förlorade nästan hela köpeskillingen. Detta hade kunnat undvikas om säljarna hade identifierat samtliga tillgångar, värderat dem rätt och krävt betalning i pengar i stället för i osäkra aktier.

Jakten på framtiden

För verksamheter som inte har stora materiella tillgångar men genererar vinst, passar det bättre att använda kassaflödes-/diskonteringsmetoden eftersom den hjälper till att räkna ut framtida vinster. Man använder sig av så kallade multiplar av ett bolags resultat före investeringar, skatt, avskrivningar och amorteringar (EBITDA, Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) för att bestämma hur många års vinster som ska bestämma priset. Värderingen baseras oftast på ett genomsnitt av vinsten under ett visst antal år bakåt och/eller framåt i tiden.

– Vid denna typ av värdering brukar svenska små och medelstora bolag värderas till cirka 5–6 gånger EBITDA, vilket är ganska lågt jämfört med andra länder. Som exempel kan nämnas att man i Danmark inte sällan betalar 7–9 gånger och i USA ofta så mycket som 8–12 gånger EBITDA. Det är en av anledningarna till att många framgångsrika svenska företag säljs till utlandet, vilket späs på av den svaga kronkursen som ger de utländska köparna en extra rabatt.

När det gäller startupbolag är en korrekt värdering ännu svårare, eftersom de har färre mätbara tillgångar och säkerheter och inte kan visa upp någon längre historik. De kanske har utvecklat en ny teknik eller ett nytt läkemedel men har ännu inte kommit igång med någon försäljning – något som medför en stor osäkerhet för eventuella köpare.

– För att få en korrekt bild av ett nystartat bolags potential måste man kunna identifiera och synliggöra deras immateriella tillgångar. I sådana fall används ofta en metod där man försöker beräkna det kapitaliserade nuvärdet av en förväntad framtida intäktström. Antingen räknar man ut framtida intäkter av en egen försäljning eller så tar man reda på vanliga royaltynivåer inom den aktuella branschen och gör en beräkning av förväntade intäkter baserat på en viss uppskattad marknadsutveckling under ett antal år framåt. Utöver detta krävs naturligtvis kunskap om den innovativa nivån i förhållande till existerande teknik för att få en rättvisande bild av bolaget.

Inget företag kan sätta hänglås på det värdefulla humankapitalet. När det svenska spelbolaget Mojang såldes till Microsoft, fick varje medarbetare som inte sa upp sig inom sex månader två miljoner kronor efter skatt – ändå valde en del att gå.



© iStockPhoto

När immateriella rättigheter som patent, licenser, varumärken, upphovsrätter, designskydd och liknande utgör i stort sett det enda värdet i ett bolag, är det särskilt viktigt att anlita team bestående av patentexperter och jurister med specialistkompetens som kan göra en professionell företagsbesiktning, en så kallad IP Due Diligence. Det räcker inte med tekniska analyser, utan man måste också beakta domstolspraxis då det gäller skyddsomfång och intrångsersättningar.

– Tyvärr är det inte så vanligt att svenska bolag anlitar rätt typ av experter vid bolagsköp. I stället granskas bolagens IP-portföljer av revisorer, bankmän och affärsjurister som inte har tillräckliga kunskaper inom det immaterialrättsliga området. Detta resulterar ofta i att bolag betalar för en uppsättning patent som är helt obsoleta eller att de inte använder ett beviljat patent i en viss produkt som utvecklas så att den ligger utanför skyddet och plötsligt kan plagieras av en konkurrent, säger Jonas Gulliksson.

Mänskliga värden och virtuella guldgruvor

I takt med digitaliseringen och tillväxten av internetbaserade företag har svårigheterna med företagsvärderingar blivit allt mer påtagliga. Det gäller inte bara värderingar av dolda immateriella tillgångar, utan även av de mjuka värden som är knutna till företagets organisation, ledning och kultur samt till de anställdas förmågor och personliga nätverk – det värdefulla humankapitalet. Eftersom ett företag inte kan äga detta kapital – trots att det kanske utgör verksamhetens kärna – riskerar det att bli undervärderat, eller så sjunker marknadsvärdet kraftigt om en nyckelperson lämnar företaget. Särskilt känsligt är detta för företag som kretsar kring en eller ett fåtal kreativa

pionjärer, vilket är kännetecknande för många av dagens startupbolag. Detta var också fallet med Mojang – spelbolaget bakom det experimentella internet-spelet Minecraft som utvecklades i samarbete med miljontals spelare som ett uppstudsigt alternativ till de etablerade spelföretagens förutsägbara produktioner. En viktig del av företagets image var att inte fokusera på pengar utan att ha kul och testa nya idéer som de stora spelbolagen inte vågade satsa på. Men efter ett par år lade Microsoft ett bud som Markus ”Notch” Persson och övriga delägare i Mojang inte kunde motstå. Affären innebar en chock för både anställda och spelare som hyllade företagets oberoende och öppenhet mot omvärlden. Svårast var det nog ändå för huvudutvecklaren Jens Bergensten, som uppmanades att lämna källkoden till Microsoft för granskning och inte säga ett knyst förrän affären var avslutad. Det fanns en uppebar risk att alla anställda skulle lämna företaget samma dag som försäljningen gick igenom. Slutligen vidtog ledningen en extra försiktighetsåtgärd i form av en utbetalning av två miljoner kronor efter skatt till alla som inte sa upp sig under de första sex månaderna. Ändå valde en del att inte stanna kvar.

Glädjande nog fortsätter det svenska spelundret att generera arbetstillfällen och intäkter, inklusive förvärv, till ett samlat värde av cirka 26 miljarder kronor per år. Ett fenomen som på mindre än ett årtionde gått från en marginaliserad industri till Sveriges största kulturexport genom tiderna: Sveriges nya entreprenörer, som inte bara stimulerar utveckling och framsteg, utan även genererar enorma värden genom snillrik navigering i den virtuella världen – vår tids verkliga guldgruvor.

Källor: ”Minecraft, Block, pixlar och att göra sig en hacka”, Daniel Goldberg och Linus Larsson, svd.se/naringsliv, macworld.idg.se, breakit.se, Forbes.com, di.se, dataspelsbranschen.se.

Miljösamt flytt till nybyggda Glasvasen



© Jernhusen | Arkitekt: kanozi | Bildmakare: Tenjin Visuals

I början av januari 2016 flyttade Advokatbyrån Gulliksson och Ström & Gulliksson till helt nya lokaler i Malmö. Företagen fyller tillsammans ett helt våningsplan i ny-

byggda Glasvasen intill Centralstationen i Malmö – ett miljösamt hus med låg energiförbrukning, hållbara material och många tekniska innovationer.

– Våra kunder består till stor del av kunskapsintensiva och kreativa företag varför Glasvasens unika arkitektur och innovativa profil känns mitt i prick, säger Jens Olsson, Managing Partner på Advokatbyrån Gulliksson.

– Byggnaden möter våra krav på en attraktiv och inspirerande arbetsplats för vår personal, samtidigt som det utmärkta läget i närheten av Centralstationen gör oss mer lättillgängliga för våra kunder, säger Björn Andersson, Senior Partner på patentbyrån Ström & Gulliksson.

Ny besöksadress för företagets huvudkontor är Carls-gatan 3, 211 20, Malmö. Postadressen är oförändrad.

Läs gärna mer på www.glasvasen.se.

Dragkampen om skatteinkomsterna – eller svenska folkets urgamla rätt att sig beskatta

Årets Panamaskandal visar hur lätt det är att undvika skatt genom olika bolagskonstruktioner. Detta är inget nytt och ofta inte heller olagligt. Alla med någon form av insikt i ekonomi och internationella förhållanden vet att de flesta länder gör allt för att locka till sig kapital och företag, särskilt de som saknar inhemsk industri. Många företag är också beredda att utnyttja skillnaderna i ländernas beskattningssystem för att minimera sina kostnader.

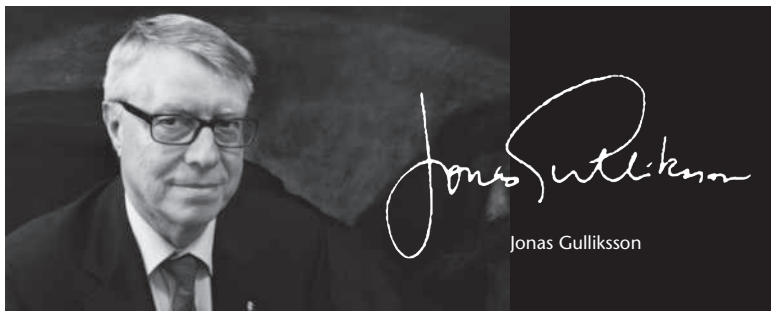
På 1980-talet flydde många svenska företag från Sverige eftersom beskattningen nådde orimliga nivåer. Med 86 procents marginalskatt, som tillsammans med bolagsskatten för småföretag kunde komma upp till 90 procent, lockades företagen att använda sig av olika bolagskonstruktioner och att flytta sina verksamheter utomlands. Politikerna var naturligtvis inte ovetande om detta och stiftade lagar som hindrade utflyttning av egendom eller kapital i syfte att undvika beskattning.

Dagens skattelagstiftning är mycket omfattande när det gäller att förhindra oönskad skatteplanering. Sverige har också en lång rad maktmedel mot olika former av ekonomisk brottslighet. Om exempelvis ett svenskt företag säljer tillgångar till ett utländskt moder- eller dotterbolag till underpris, riskerar företaget att beskattas för det verkliga marknadsvärdet plus 40 procent i skattetillägg. Dessutom kan Skattemyndigheten bortse från handlingar som medför en väsentlig skatteförmån och som strider mot lagarnas syfte. Vidare finns penningtvättslagen som tvingar exempelvis banker och advokater att rapportera all misstänkt penningtvätt till Finanspolisen.

Att det förekommer oegentligheter bland de läckta Panamadokumenten råder det knappast några tvivel om. Det kan vara företag som flyttat pengar via luftfakturor från bluffföretag eller personer som skenutvandrat men bor i Sverige och egentligen ska beskattas här. Alla dylika brott måste naturligtvis beivras. Samtidigt har Panamaskandalen blivit en bricka i det internationella politiska spelet. De starka krafter som verkar för en överstatlig beskattningsrätt för att förhindra skatteflykt inom FN, G20 och EU har fått vatten på sin kvarn. Först på senare tid har nationalstaterna, med USA i spetsen, insett vikten av att förhindra kapitalflykt.

Än så länge finns det inget som hindrar svenska företag och personer att flytta till länder med lägre skatt. Äger de egendom i flera länder behöver de bara se till att det finns avtal mellan länderna så att de inte blir dubbelbeskattade. Politiker som vill tvinga företag att stanna kvar i Sverige och skatta här, blundar för att företag faktiskt ägs av fysiska personer. Människors rätt att flytta ut sin egendom är intimt förknippad med deras rätt att fly från krig och förtryck eller att emigrera till platser med bättre framtidsutsikter. Men det gäller förstås endast om det rör sig om verklig utflyttning och inte någon form av skenmanöver.

Länder med välskött ekonomi, utbildningsmöjligheter och goda framtidsutsikter kommer alltid att locka till sig människor, företag och kapital. Politikerna bör därför lägga mindre energi på fabrikation av nya regler och i stället satsa på en politik som gynnar de egna medborgarna och attraherar företag och investeringar från andra länder. Jag glömmer aldrig en amerikans uttalande i en turistbuss i Östberlin på DDR-tiden: ”This is a strange country. They love their people so much that they won’t let them out.”



Exklusivt

Exklusivt är ett nyhetsbrev från Ström & Gulliksson och Advokatbyrå Gulliksson som har givits ut regelbundet sedan 1992. Syftet är att sprida kunskap om och öka intresset för immateriella rättigheter samt att fånga upp och belysa olika trender och frågeställningar. Beställ gärna en kostnadsfri prenumeration till dig själv eller någon av dina kolleger genom att sända ett meddelande till exklusivt@gulliksson.se

Redaktion:

Redaktör/text: Jessika Nord
AD/foto/original: Jan Emzén
Ansvarig utgivare: Jonas Gulliksson

Konstverk framsida:

Bjørn Bjørnholt

Tryckeri:

Tryckfolket, Malmö

Kontakt:

Exklusivt
c/o Advokatbyrå Gulliksson
P O Box 4171
SE-203 13 Malmö
Sweden
Fax +46 40 23 17 65
E-post exklusivt@gulliksson.se

Ström & Gulliksson

intellectual property consulting

Malmö +46 40 757 45
Göteborg +46 31 51 74 00
Helsingborg +46 42 21 80 80
Lund +46 46 19 05 00
Stockholm +46 8 24 05 10
www.sg.se

GULLIKSSON

Malmö +46 40 664 44 00
Göteborg +46 705 24 18 58
Helsingborg +46 42 19 84 60
Lund +46 46 19 05 20
Stockholm +46 8 24 93 00
www.gulliksson.se

© Advokatbyrå Gulliksson AB
och Ström & Gulliksson AB, 2016