

Forsvarlig egenkapital og risiko

Artikkelen er forfattet av:



T.aman./dr.oecon.
Odd-Birger Hansen
Høgskolen i Harstad



Advokat
Tine Kristiansen
Høgskolen i Harstad

I denne artikkelen diskuterer vi begrepene forsvarlig egenkapital og risiko samt sammenhengen mellom dem ut fra et juridisk og et økonomisk perspektiv. Ved å knytte risikovurderingen opp mot bedriftens aktiviteter, gir denne artikkelen et praktisk bidrag i forhold til eksisterende litteratur.

At et aksjeselskap har en forsvarlig egenkapital, er viktig både for kreditorer, aksjonærer, ansatte og andre. Det gir kreditorene sikkerhet for deres krav, samtidig som det også gir både aksjonærer, ansatte og andre en trygghet om at deres interesser i selskapet er forholdsvis sikre og forutsigbare. Kravet om at et aksjeselskap skal ha en forsvarlig egenkapital, er lovfestet i aksjeloven fra 1997. Denne lovfestingen ble først og fremst gjort for å ivareta selskapskreditorenes interesser¹. Ifølge asl. og asal. § 3–4 skal et selskap «til enhver tid ha en egenkapital som er forsvarlig ut fra den risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet». Hva som skal legges i begrepet *forsvarlig egenkapital*, er imidlertid et spørsmål som gir åpning for skjønnsmessige betraktninger og vurderinger. Det samme må også sies å være tilfelle for begrepet *risiko*. I denne artikkelen disku-

terer vi disse begrepene og sammenhengen mellom dem ut fra et juridisk og et økonomisk perspektiv. Ved å knytte risikovurderingen opp mot bedriftens aktiviteter, gir denne artikkelen et praktisk bidrag i forhold til eksisterende litteratur.

Dette er et tema i det faglige skjæringspunktet mellom jussen og bedriftsøkonomien. Etter vår vurdering vil en tverrfaglig tilnærming bidra til økt forståelse. En slik teoretisk diskusjon av begrepene og sammenhengen mellom dem vil være nyttig for flere. Forhåpentligvis vil både revisorer, regnskapsførere, advokater, dommere og andre kunne ha nytte av en slik gjennomgang. Artikkelen vår fokuserer på forståelsen av asl. og asal. § 3–4 og ikke på den handleplikt som styret har, dersom denne kapitalen ikke er intakt (jf. § 3–5). Det siste forholdet er blant annet omtalt i Krogh (1997) og Bråten (2001b og 2004).

Artikkelens videre struktur er slik at vi i neste avsnitt diskuterer begrepet forsvarlig egenkapital og deretter ser nærmere på risikobegrepet. Til slutt foretar vi en oppsummering og kommer med noen praktiske råd med hensyn til hvorledes begrepet forsvarlig egenkapital bør forstås.

Forsvarlig egenkapital

Når en skal vurdere hvorvidt egenkapitalen er forsvarlig, er dette en relativ vurde-

ring der egenkapitalen sees i forhold til risikoen ved og omfanget av virksomheten (jf. § 3–4). Forsvarlighet må sees i forhold til den virksomheten som drives, eller som loven formulerer det; i forhold til *risikoen ved og omfanget av virksomheten*. Et overordnet hensyn i disse vurderingene er om selskapet klarer å overholde sine forpliktelses vis-à-vis sine kreditorer (NOU 1996 nr. 3; Bråten 2004, Isaksen 2000; Sæhle 1998). Ifølge aksjelovene skal kravet om forsvarlig egenkapital følges opp kontinuerlig, eller slik som loven formulerer det; til enhver tid. Dette innebærer at vurderingen skal skje fortløpende². Dette innebærer at det vil være strengere krav for rapportering i allmennaksjeselskaper enn i alminnelig aksjeselskaper (jf. § 6–15), og det vil også være rimelig at selskaper som har økonomiske problemer rapporterer hyppigere enn selskaper som ikke har det.

Egenkapitalen

Egenkapital er definert som eiendeler minus gjeld. Når en skal vurdere egenkapitalen i denne sammenheng, slås det fast i forarbeidene³ at det er den reelle og ikke den bokførte egenkapitalen som skal legges til grunn. Ved vurderingen av hva som er virkelig verdi, legges forutsetningen om fortsatt drift til grunn dersom denne «fremstår som mest sannsynlig» (s. 52,

² Ot.prp. nr. 36.

³ NOU 1996:3 Ny aksjelovgivning.

AKTUARBREGNINGER OG TJENESTER

Kollektiv pensjonsforsikring og AFP.
Aktuarberegning av pensjonsforpliktelser utføres av NIA til konkurransedyktige priser. Hurtig leveringstid.

NIA – Nordic Insurance Administration AS

Forskningsparken –Gautstadalleen 21 – 0349 Oslo
Tlf: 22 95 82 70 – Fax: 22 95 82 71 – E-post: nia@aktuar.com

¹ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997).

Ot.prp. nr. 23 1996–1997). I så henseende er aksjelovgivningingen i samsvar med regnskapslovgivningen (rskl. § 4–5) hvor prinsippet om fortsatt drift er lovfestet. I de tilfellene hvor dette ikke er det mest sannsynlige alternativet, sier regnskapsloven at virkelig verdi ved avvikling skal legges til grunn. Ved vurderingen av fortsatt drift vil tidshorizonten kunne spille en viktig rolle. For de fleste virksomheter vedkommende er det vanskelig å si så mye om fremtiden med stor grad av sikkerhet, men Bråten (2004) indikerer at en bør legge til grunn en tidshorizont på ett år ved denne vurderingen. Dersom ikke avvikling er mest sannsynlig innen ett år, forutsettes altså fortsatt drift.

Den virkelige verdien av egenkapitalen kan finnes på en rekke måter⁴. Det er vanlig å skille mellom de metodene som tar utgangspunktet i inntjeningen og de som tar utgangspunkt i balansen. I tillegg finnes det metoder som kombinerer informasjon fra resultat og balanse. Egenkapitalens substansverdi finnes ved at en tar utgangspunkt i balansen og forutsetter fortsatt drift. Substansverdien er det samme som virkelig verdi. Denne finnes ved å summere eiendelene til virkelig verdi og trekke fra den totale gjelden. For å finne virkelig verdi av eiendelene korrigeres de bokførte verdiene for mer- og mindreverdier. I den grad det er merverdier, skal disse korrigeres for den latente skatteforpliktelsen som hører til. Gjelden skal også være til markedsverdi, og i den grad det er forpliktelser som ikke er balanseført, bør disse også tas hensyn til i beregningene. Når det gjelder å finne de virkelige verdiene, påpekes det i forarbeidene⁵ at dette må ha grunnlag i en forsvarlig vurdering. I den grad det kan finnes ekstern dokumentasjon på merverdiene, vil dette kunne være et slikt grunnlag. Nylig avholdte takster for fast eiendom er et slikt eksempel. Videre vil det også være mulig å argumentere for at tidligere kostnadsførte FoU-utgifter skal kunne sees på som en eiendel i denne sammenheng. Dette vil imidlertid være en mer subjektiv vurdering hvor en bør utvise stor grad av forsiktighet. En tredje variant er dersom det foreligger et oppkjøpstilbud på selskapets egenkapital. I den grad dette tilbudet er større enn bokført egenkapital, vil en kunne hevde at det er en bekreftelse på at det eksisterer merverdier. Så enkelt er det dog ikke. I noen tilfeller kan et slikt tilbud være begrunnet i at det finnes mer-

verdier i selskapet. I andre tilfeller kan begrunnelsen være at det oppkjøpende selskapet ser muligheten for å realisere synergieffekter som er betinget av at oppkjøpet finner sted. I slike tilfeller vil ikke et oppkjøpstilbud være en god dokumentasjon på at det eksisterer merverdier (Krogh 1997).

Krogh (1997) diskuterer også hvorvidt opptjent, men ikke balanseført goodwill skal kunne regnes med. Eksistensen av en slik goodwill kan være vanskelig å sannsynliggjøre. En indikasjon på at det eksisterer en slik merverdi vil imidlertid være at selskapet over tid har et resultat som overstiger normalresultatet. Dette omtales i den bedriftsøkonomiske litteraturen som «residual income»^{6,7}, superprofit eller EVA⁸. Et selskap som over tid har levert dårlige resultater og som derigjennom har svekket egenkapitalen, vil ha et troverdighetsproblem dersom selskapet hevder at det finnes goodwill. Annerledes kan det selvfølgelig være for et selskap som på grunn av spesielle omstendigheter leverer et dårlig resultat, etter tidligere å ha gjort det godt (Krogh, 1997). Dersom fremtidsutsiktene ser bra ut, vil det være lettere for selskapet å sannsynliggjøre at det finnes goodwill som kan tas i betraktning.

Lovforarbeidene⁹ er ganske strenge med hensyn til merverdier. Vurdering må etter deres formulering «ha grunnlag i en forsvarlig vurdering» (s. 52). Er styret i tvil, bør de holde seg til de bokførte verdiene.

Risikovurdering

Som vi påpekte innledningsvis må vurderingen av hva som er forsvarlig, vurderes i hvert enkelt tilfelle (Ot. prp. nr. 36 1993–94, s. 68). Egenkapitalen sees gjerne på som en støtpute som gjør det mulig å tåle tap (Kinserdal 2005). Fra finansteorien, med dens strenge forutsetninger, vet en at det ikke finnes noe universelt optimum når det gjelder egenkapitalprosent. Det har imidlertid vært vanlig å hevde at prosenten burde være større enn 30 %. Dette er imidlertid bare en tommelfingerregel som ikke må brukes for mer enn den er verdt.

I lovforarbeidene¹⁰ har det vært diskutert om egenkapitalen bør tilpasses virksomheten, eller om virksomheten bør tilpasses egenkapitalen. Vi er enige i departemen-

tets vurdering om at dette ikke kan være noe stort spørsmål. I praksis har styret i de fleste tilfellene muligheter til å påvirke så vel virksomhetens omfang som egenkapitalen. I de tilfellene hvor styret ikke har denne handlefriheten, må det alternativet som gjør egenkapitalen forsvarlig, benyttes. Når ikke virksomheten lar seg redusere, eller at dette ikke er ønskelig, må egenkapitalen økes. Vice versa, lar ikke egenkapitalen seg øke, må kanskje virksomheten reduseres for at styret skal oppfylle sine forpliktelser etter asl. og asal. §§ 3–4 og 3–5.

Når lovforarbeidene påpeker at dette må være en individuell vurdering, betyr det at en må gå inn i den enkelte virksomhets spesifikke situasjon og vurdere forsvarligheten i forhold til risikoen ved og omfanget av virksomheten (jf. § 3–4). Slik vi ser det, betyr dette at vurderingen dels må sees i forhold til hva en holder på med og størrelsen på det en driver på med. Dette er heller ikke noen statisk vurdering der en bare kan nøye seg med å se på situasjonen i dag. Dersom det for eksempel foreligger planer for ekspansjon, må disse tas med i vurderingen. Innenfor beslutningsteori brukes begrepet risiko gjerne om tallfestede sannsynligheter for visse hendelser (Carter og Kourdi, 2003). Risikobegrepet er således verdinøytralt. I det mer dagligdagse språket er imidlertid risiko et negativt ladet begrep som kan forstås som en



RELATIV VURDERING: For å finne ut om egenkapitalen er forsvarlig, må den sees i forhold til risikoen ved og omfanget av virksomheten.

⁴ Se for eksempel Kaldestad og Møller (2011). Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. Revisorforeningen.

⁵ Ot.prp. nr. 23 1996-97.

⁶ Penman 2007.

⁷ Gjesdal og Johnsen, 1999.

⁸ Gjesdal og Johnsen 1999.

⁹ Ot. prp. nr. 23 1996-97.

¹⁰ Ot. prp. nr. 36 (1993-94); NOU 1996 nr. 3; Ot. prp. nr. 23 1996-97; Helstad (artikkel publisert i konkursrådet).

fare. Denne siste tolkningen av begrepet er mest relevant her.

En virksomhets aktiviteter kan deles i drifts-, investerings og finansieringsaktiviteter (se for eksempel Penman 2007). Vurderingen av risiko kan sees i forhold til disse.

Risiko knyttet til driften

Når det gjelder risiko knyttet til driftsaktivitetene, omtales dette gjerne som driftsrisiko. Denne knytter seg til usikkerheten vedrørende fremtidige driftsinntekter og kostnader. Mange relevante faktorer må da vurderes. Et tilfelle som nevnes av Krogh (1997), er at konjunkturutsatte bransjer normalt vil ha større behov for egenkapital enn bransjer hvor svingningene er mindre. Eksempler på konjunkturutsatte bransjer vil kunne være entreprenørvirksomhet og fiskeoppdrett. Motsatt vil dagligvarebransjen sannsynligvis være et eksempel på en bransje med en jevnere inntjening. Et annet eksempel på driftsmessig risiko vil være virksomheter der innslaget av faste kostnader er stort. Virksomheter med høye faste kostnader rammes resultatmessig mye sterkere av redusert omsetning enn virksomheter med mindre innslag av faste kostnader. Videre vil bransjer der resultatgraden er lav, kunne være mer sårbare for negative endringer enn bransjer med høyere resultatgrad.

En kan også knytte driftsrisikoen til virksomhetens fase i en livssyklus. En nystartet virksomhet som ennå ikke har opparbeidet seg en kundekrets, og hvor kanskje produksjonsprosessene ennå ikke har funnet sin form, vil ha høyere risiko enn en etablert virksomhet hvor ting er kommet mer på plass. Samtidig må en være mer tålmodig med hensyn til vurderingen av en nyetablert versus en etablert bedrift. Dette kommenteres i lovforarbeidene. «I en oppstartingsfase vil det kunne være forsvarlig å akseptere underskudd og synkende egenkapital i en overgangsperiode, inntil selskapet kommer i en normalisert og lønnsom driftssituasjon» (NOU 1996, nr. 3, s.146). En forutsetning for en slik vurdering vil være at styret har forventninger om at driften skal bedres innen rimelig tid eller at en er sikker på at egenkapitalen kan trygges på annet vis. Dette kan for eksempel være tilfelle dersom aksjonærene er beredt til, og har evne til, å skyte inn ytterligere kapital.

I selskaper som ekspanderer, stilles det strenge krav til egenkapitalen. Det skal i

mange tilfeller godt gjøres at inntjeningen alene kan sørge for at egenkapitalen vokser raskt nok og i takt med ekspansjonen av virksomheten for øvrig. Dersom det legges opp til en ekspansiv vekst, innebærer det gjerne at styret parallelt må jobbe med å tilføre virksomheten ny kapital. På dette vis grenser denne driftsmessige beslutningen mot risikoen knyttet til investeringer og finansiering. Dette behandles i de neste avsnittene.

Risikoen knyttet til investeringer

Den enkelte virksomheten og den enkelte bransjen kan også ha forskjeller på investeringsiden som medfører at risikoen er forskjellig. Investerings relative betydning vil være en viktig faktor. I en liten bedrift er det kanskje bare én investering og denne vil følgelig være av kritisk betydning. Virksomhetens eksistens står og faller på denne ene investeringen. Et eksempel på dette kan være det lille fiskebåtrederi med en fiskebåt. Dersom båten ikke kan fiske, blir det ikke noen inntekter. I en større virksomhet har en gjerne en rekke investeringsprosjekter til enhver tid, og den enkelte investering vil derfor slik sett ikke være så kritisk. Det er imidlertid viktig å påpeke at også i slike virksomheter kan investeringer være kritiske dersom de enten er spesielt store og/eller utgjør et kritisk ledd i et større system.

Investeringene i seg selv kan også ha en forskjellig iboende usikkerhet. Dersom investeringene knytter seg til genuint nye prosjekter, er risikoen for at utfallet ikke blir som forventet, større enn når en investerer i kjent teknologi.

Risikoen knyttet til finansiering

Når virksomhetens risiko skal vurderes, må også forhold på finansieringsiden trekkes inn. Om egenkapitalen er forsvarlig, må for det første sees i forhold til den totale investerte kapitalen. En stor virksomhet trenger følgelig en større kapital enn en mindre. Videre vil det være relevant å trekke inn forhold utenfor selskapet. Er selskapet en del av et større konsern med økonomiske ressurser og en kan påregne at disse vil stille opp med ytterligere ressurser, kan dette tale for at en ellers for lav egenkapital kan anses som forsvarlig (Bråten 2004). Slik vil det også være for selskaper som har kapitalsterke aksjonærer som er villige til å stille opp med ny kapital dersom det blir bruk for det. Et annet moment som trekkes frem i lovforarbeidene¹¹, er at en ved forsvarlighetsvurderingen også skal inkludere ansvarlig lånekapital, gunstige langsiktige lån eller andre finansielle forhold dersom det «bidrar til at selskapet har et mer solid kapitalgrunnlag enn det egenkapitalen isolert gir uttrykk for». Perland (1999) trekker også inn dette med forsikringer. Et selskap med dårlig forsikringsmessig dekning trenger en større egenkapital enn et selskap med god dekning.

Oppsummering og konklusjon

I denne artikkelen har vi først diskutert hva som inngår i *egenkapitalbegrepet*. Ut fra den gjennomgåtte litteraturen er det klart at det er den virkelige egenkapitalen og ikke den bokførte egenkapitalen som skal legges til grunn ved forsvarlighetsvurderingen. I mange tilfeller vil det kunne være en betydelig forskjell mellom virkelig

11 NOU 1996, nr. 3, s. 102.

PARTNER SØKES

Veletablert revisjonsselskap beliggende Oslo Syd søker kontakt med person som kan erstatte en partner som vil trappe ned sin virksomhet. Du er i dag en revisor/seniormedarbeider med relevant praksis som har ambisjoner om å bli partner i et mindre revisjonsselskap, eller du er ansvarlig revisor i dag med egen portefølje som ønsker å komme inn som partner i et etablert revisormiljø.

Din henvendelse blir konfidensielt behandlet.
For nærmere opplysninger, ring 905 32 220

Regnskap

og bokført egenkapital. Det finnes mange måter å regne virkelig verdi av egenkapitalen på. Teoretisk sett skal imidlertid alle disse metodene gi samme verdi. Om en klarer å få det til i praksis, er betinget av at en er konsistent med hensyn til forutsetningene i beregningene. En mye brukt metode i praksis er substansverdimetoden. En viktig forutsetning i denne metoden er forutsetningen om fortsatt drift. Dersom tidshorizonten ved vurderingen av egenkapitalen er over ett år, skal forutsetningen om fortsatt drift legges til grunn. Ved bruk av substansverdimetoden er det ikke uvanlig at det kan fremkomme mer- og mindreverdi. Det anbefales at en viser forsiktighet med hensyn til beregningen av merverdier.

Vurderingen av hva som er forsvarlig egenkapital, må gjøres ut fra en konkret vurdering av bedriftens situasjon. Relevante aspekter vedrørende situasjonen er de risikomessige aspektene knyttet til bedriftens drifts-, investerings- og finansieringsaktiviteter. Det som kan komplisere vurderingene, er at drifts-, investerings- og finansieringsaktivitetene er gjensidig avhengige av hverandre. Ved vurderingen av hva som er forsvarlig, må en forsøke å få frem et totalbilde. En god inntjening fra driften gir rom for større investeringer. Tilsvarende vil en ut fra forventninger om fremtidig god inntjening kunne føle seg komfortabel selv om egenkapitalen i øyeblikket er noe lavere enn det den isolert sett burde være. Et overordnet hensyn i disse vurderingene er hvorvidt selskapet klarer å gjøre

opp sine forpliktelser (Bråten 2001a og Isaksen 2000). Likevel er det grunn til å utvise forsiktighet ved det å basere en for stor del av denne vurderingen på positive forhåpninger om fremtiden.

Vi håper at vi med denne artikkelen kan ha bidratt til å klargjøre hvordan forsvarlighetsvurderingen av egenkapitalen kan gjøres. I praksis er ikke det en enkel jobb. Forhåpentligvis kan vårt arbeid ha bidratt til å gjøre den noe lettere.

Litteraturliste

Bråten, Tore (2001 a) *Forsvarlig egenkapital*. Magma, nr. 5, årgang 4, ss. 10–14.

Bråthen, Tore (2001 b) *Styrets handleplikt ved tap av egenkapital*. Magma, nr. 6, årgang 4, ss. 9 – 12.

Bråthen, Tore (2004) *Styremedlem og aksjoner*. Fagbokforlaget.

Carter, Stephen og Kourdi, Jeremy (2003). *The road to audacity. Being adventurous in life and work*. Palgrave Macmillan.

Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999). *Krausetting, lønnsbetsmåling og verddivurdering*. Cappelen Akademisk Forlag.

Helstad, Ingvill (2002) *Styrets handleplikt ved tap av egenkapital*. Artikkel publisert på Konkursrådet sin hjemmeside: www.konkursradet.no/Artikler/Studentoppgaver/Styrets-handleplikt-ved-tap-av-egenkapital-385/.

Isaksen, Jan-Sverre (2000). Forsvarlig egenkapital, fortsatt drift og konkursrisiko. Kriterier for styrets og revisors vurdering av økonomiske problemer i virksomheten. Revisjon og Regnskap, nr. 1, ss. 38–40.

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne (2011). Verddivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. Revisorforeningen.

Kinserdal, Arne (2005). *Finansregnskap med analyse*. Cappelen Akademisk Forlag.

Krogh, Hilde L. (1997). *Forsvarlig egenkapital etter nye aksjelover*. Revisjon og Regnskap nr. 7, ss. 331–334.

Norsk offentlig utredning (NOU) 1996: nr. 3, *Ny aksjelovgivning*.

Ot.prp. nr. 36 (1993–1994) – om Lov om aksjeselskaper.

Ot.prp. nr. 23 (1996–1997) om Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven).

Penman, Stephen H. (2007). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Third edition. McGraw Hill International Edition.

Sæhle, Per Anders (1998). *Egenkapitalkravet etter de nye aksjelovene*. Praktisk Økonomi og Ledelse, nr. 3, ss. 101–106.

ALMANAKK 2013 fra revisorforeningen • no

Finnes i to utgaver:

KLASSISK, omslag i smakfullt, mykt kunstskinn, kr 49,-

EKSKLUSIV, elegant omslag i eksklusivt skinn med messinghjørner, kr 77,-

Inneholder blant annet:

- Kredittkortlomme foran i omslaget
- Plastlomme bak i omslaget
- Fagstoff foran i almanakken
- Ukeoppslag, timeinndeling
- 14 mnd. kalendarium (01.11.12–31.12.13)
- Oversiktskalender for 2013, 2014 og 2015



For informasjon og bestilling, se revisorforeningen.no

Prisene er ekskl. frakt, eksp.omk. og mva.