



Finanskrisens effekt på goodwill nedskrivninger

Kandidatafhandling

Udarbejdet af:

Ditte Lindhoff Knudsen

Afleveringsdato: 9. december 2011

Antal anslag: 180.700

Vejleder: Peer Brusgaard

Censor: _____

Cand.merc.aud

Institut for Regnskab og Revision

Copenhagen Business School 2011

Executive summary

The hypothesis in this study is that the financial crisis we have experienced the last four years has caused an increase in goodwill impairment since 2007. According to IAS 36 an impairment test should be performed when indicators of impairment arise and at least annually. Based on the development in the BNP from 2007 till third quarter 2011, which shows that the Danish economy has been in recession periodically and the changes and volatility in the stock market in this period I assumed that the indicators of impairment on goodwill would have been present. But the thesis shows a limited impairment in the examined companies.

The examination of this hypothesis is based on an analysis of the Danish companies in the C20-index and it is the companies' financial statements in the period which constitutes the data collection. The analysis shows, that 5 of 25 of the companies have had impairment losses in 2007 which increases to 6 of 26 2008 and 2009. In 2010 only 2 of 26 companies have had impairment and for the three first quarters of 2011 none impairment losses have been recognized. The hypothesis is therefore rejected and the thesis' purpose is to determine which factors could be used to explain the development in the impairments.

The analysis shows that the main part of the impairments recognized in the period is due to strategic management decisions and the examination of the different parameters used in the impairment test is not significantly changed as a consequence of the financial crisis. For instance, has the average discounting factor increased in the period when my expectation was that this had been declining or stable. This indicates that the analyzed companies have not changed the expectations for the future down warding. This is primarily because companies have not defined "the new normal" and therefore find it difficult to estimate the future cash flow adjusted this down warding trend. Another main explanation of the development is the allocation of goodwill to cash generating units. The allocation is performed at a high reporting level which leads to that the impact of the financial crisis cannot be observed.

Previous studies shows that there exist a time lag between deterioration in the performance of the companies and the recognized impairment loss and my performed interviews with different analytics shows that they all expect impairment losses on goodwill in the future. This thesis concludes that the existence of present economic factors has not affected the impairment test significantly.

Indholdsfortegnelse

Kapitel 1 - Indledning	6
1.1 - Problemformulering	10
1.2 - Strukturoversigt.....	12
1.3 - Metode.....	13
1.3.1 - Undersøgellesdesign	13
1.3.1.1 - Undersøgelsesenheder	14
1.3.1.2 - Casestudie	15
1.3.1.3 - Dataindsamling.....	16
1.3.1.4 - Databehandling.....	17
1.4 - Afgrænsning	17
1.5 - Kildekritik	18
Kapitel 2 - Definitionen af goodwill	20
2.1- Definition af goodwill	21
2.1.1 - Komponenter.....	23
2.1.1.1 - Forskel imellem bogført værdi og dagsværdi	24
2.1.1.2 - Dagsværdien af aktiver som ikke tidligere har været tilladt at indregne.....	24
2.1.1.3 - Dagsværdi af going concern.....	25
2.1.1.4 - Synergi imellem aktiver	25
2.1.1.5 - Fejlvurdering af aktivernes dagsværdi	25
2.1.1.6 - Over/underpris	25
2.1.2 - Koncerngoodwill	26
2.2 - Den regnskabsmæssige behandling af goodwill	27
2.3 - Sammenfatning.....	30
Kapitel 3 - Undersøgelse af udviklingen i de foretagne nedskrivninger ..	31
3.1 - Beskrivelse af populationen.....	31
3.2 - Udviklingen i foretagne nedskrivninger.....	33
3.2.1 - Specifikation af nedskrivninger.....	35
3.2.2 - Sammenligning af de virksomheder, der har foretaget nedskrivninger	36
3.3 - Sammenfatning	39
Kapitel 4 - Allokering af goodwill	40
4.1 - Det teoretiske grundlag for allokering af goodwill.....	40

4.2 - Udfordringer i forbindelse med allokeringen af goodwill.....	45
4.3 - C20 indeksets virksomheders anvendelse af pengestrømsfrembringende enheder	46
4.4 - Sammenfatning.....	51
Kapitel 5 - Opgørelse af genindvindingsværdien	52
5.1 - Det teoretiske grundlag for opgørelse af genindvindingsværdien	52
5.1.1 - Nettosalgsprisen	53
5.1.2 - Kapitalværdiberegning.....	54
5.1.2.1 - Estimering af fremtidige pengestrømme.....	55
5.2 - Oplysninger i årsrapporten	59
5.3 - Analyse af C20 indeksets virksomheders estimering af de fremtidige pengestrømme ...	59
5.3.1 - Analyse af den anvendte vækstrate	60
5.3.2 - Analyse af den anvendte budgetperiode.....	63
5.4 - Analyse af virksomhedernes markedsværdier	65
5.5 - Sammenfatning.....	67
Kapitel 6 - Fastlæggelse af diskonteringsfaktoren.....	69
6.1 - Det teoretiske grundlag for fastlæggelse af diskonteringsfaktoren.....	69
6.1.1 - Virksomhedens vejede kapitalomkostninger (WACC)	69
6.1.2 - Kritik af den anvendte metode.....	74
6.2- Analyse af C20 virksomhedernes brug af diskonteringsfaktor	76
6.3 - Sammenfatning.....	80
Kapitel 7 - Andre faktorer som påvirker de foretagne nedskrivninger ...	81
7.1 - Stabil indtjening	81
7.2 - Virksomhedernes værdiskabelse.....	85
7.3 - Ledelsesudskiftning	87
7.4 - Følsomhedsberegninger.....	89
7.5 - Forudsigelse af goodwill nedskrivninger	90
7.5.1 - Virksomhedssammenslutningens karakter.....	91
7.5.2 - Performance indikatorer.....	92
7.5.3 - Resultater af undersøgelsen.....	92
7.6 - Sammenfatning.....	94
Kapitel 8 - Hovedkonklusion	96

Kapitel 9 - Perspektivering.....	101
Kapitel 10 - Litteraturliste	103
Bilag.....	107

Kapitel 1 - Indledning

Nedskrivningstest på goodwill er et regnskabsmæssigt område, som har været meget i fokus de seneste år. Det skyldes, at finanskrisen har medført fald i afsætning samt indtjening for mange virksomheder, hvilket ifølge IAS 36 kan indikere et nedskrivningsbehov. Faldet i indtjeningen de seneste år kan henføres til den globale finanskrise, som startede i 2007 i USA, og som på daværende tidspunkt blev kaldt "subprime-krisen"¹.

Finanskrisen gjorde sit indtog i Danmark i starten af 2008, hvor Bank Trelleborg blev overtaget af Sydbank, og medierne fik på dette tidspunkt øjnene op for, at finanskrisen også kom til at ramme Danmark². Finanskrisen har herigennem også ramt det danske aktiemarked, hvor der i 2008 var et kraftigt fald i aktiekurserne på C20 indekset, jf. "Figur 1: Udviklingen i C20 indekset fra 1. januar 2007 til september 2011".

Som det fremgår af udviklingen i C20 indekset frem til november 2011, er aktierne generelt steget, men udviklingen i 2011 viser, at aktiekurserne igen er faldende. Udviklingen bevidner om, at finanskrisen ikke er overstået på nuværende tidspunkt, og "finanskrisen 2" er begyndt.

Figur 1: Udviklingen i C20 indekset fra 1. januar 2007 til november 2011



Kilde: <http://www.euroinvestor.dk/Stock/showindexinfo.aspx?stocklist=203548>

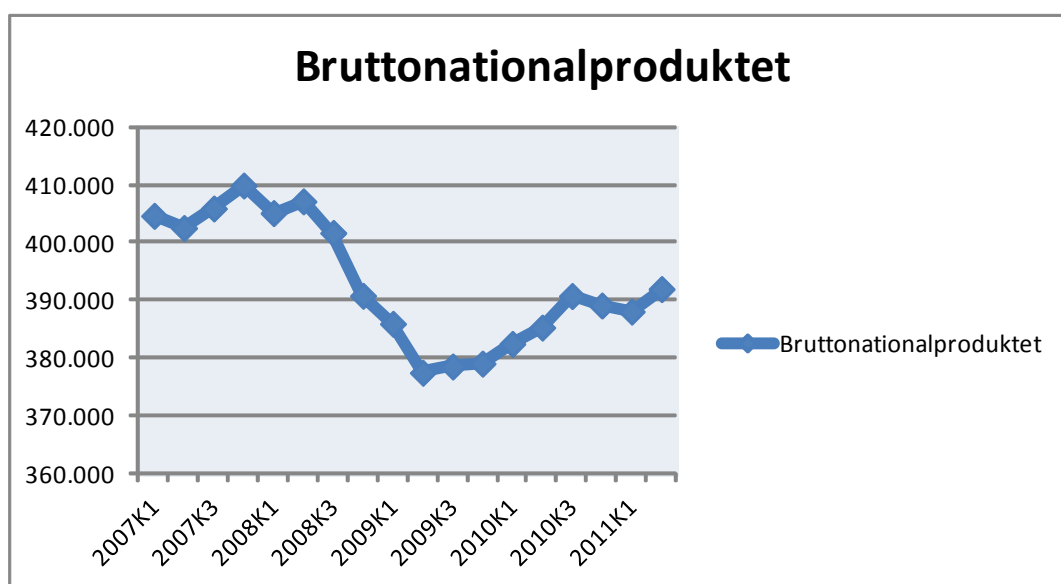
¹ www.jyskebank.dk/finansnyt

² www.jyskebank.dk/finansnyt

På trods af uroen på aktiemarkedet forventes der i 2011 og 2012 positiv vækst i BNP, hvilket indikerer, at den danske økonomi er på vej op igen. Der er dog uenigheder om, hvor høj væksten forventes at blive, da Nationalbanken forventer en vækst i 2011 på 1,4 % og 1,6 % i 2012, hvorimod landets øvrige finanshuse forventer, at væksten vil være på omkring 1 - 1,3 % i 2011³. Der kan dog opnås enighed om, at der i 2011 skabes en positiv vækst.

Aktiemarkedets udvikling er en indikation på, at den danske økonomi er i recession. En recession defineres ved, at BNP'en har negativ vækst i 2 på hinanden følgende kvartaler, og er denne længerevarende, vil der være tale om lavkonjunktur⁴. Tabellen nedenfor viser udviklingen i BNP fra 1. kvartal 2007 til 2. kvartal 2011.

Figur 2: Udviklingen i BNP



Kilde: Danmarks statistik, tabel NATK01

Som det fremgår af "Figur 2: Udviklingen i BNP", har den danske økonomi været i recession i 4. kvartal 2008 frem til 3. kvartal 2009 og igen i 1. kvartal i 2011.

Uroen på aktiemarkedet, en dansk økonomi i periodevis recession og de deraf afledte effekter bidrager til et øget fokus på virksomhedens værdiansættelse af aktiverne. Immaterielle aktiver

³ Økonomer: Bernstein er jubeloptimist, Børsen 20. september 2011

⁴ Macroeconomics, side 26-27

med bestemmelig brugstid skal undergå en nedskrivningstest, såfremt der er indikationer på værdifald. Immaterielle aktiver med ubestemmelig brugstid samt goodwill skal årligt underlægges en nedskrivningstest, uanset om der er indikationer på værdifald. Grundet finanskrisen er nedskrivningstest blevet særdeles relevant for mange virksomheder, og den praktiske udførelse af nedskrivningstest medfører en del udfordringer og bibringer en usikkerhed til årsrapporten. På den baggrund har regnskabsbrugeren i højere grad end tidligere brug for kvalitativ information om nedskrivningstestens grundlæggende forudsætninger, og det er ledelsens ansvar at afdekke dette informationsbehov i årsrapporten. Informationen er grundlæggende for, at regnskabsbrugeren kan foretage en selvstændig vurdering af aktivernes værdi.

En undersøgelse foretaget af Ernst & Young i 2009 viser, at mere end 90 % af adspurgte regnskabsbrugere anvender information om nedskrivningstest i årsrapporten i deres beslutningsproces omkring investering i virksomheden⁵. Denne undersøgelse viser dermed, at det ikke kun er virksomheden selv og regnskabsfolk, som har rettet fokus på nedskrivningstesten, men at det i ligeså høj grad er regnskabsbrugeren, der anvender informationen.

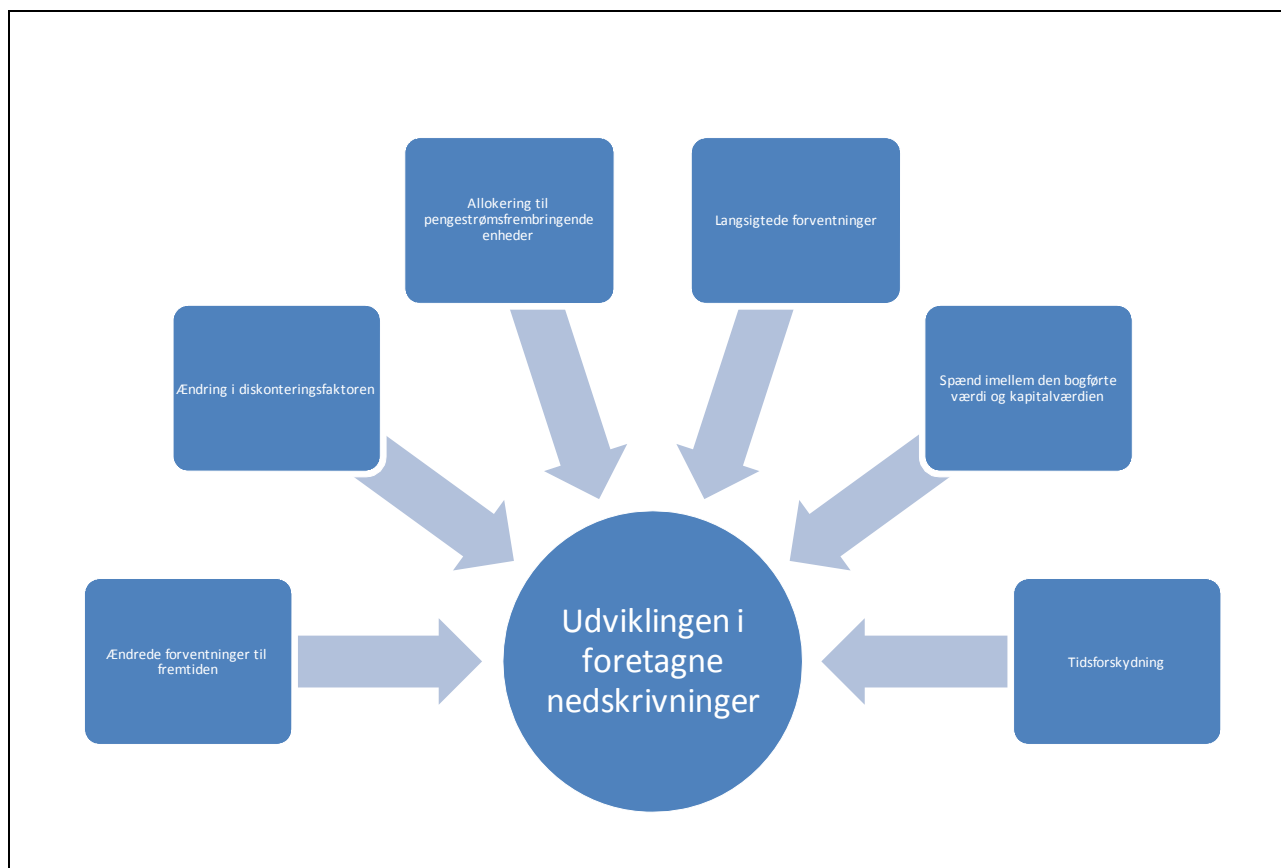
På denne baggrund vurderes det interessant at undersøge, om finanskrisen har påvirket udviklingen i foretagne nedskrivninger. Afhandlingen vil tage udgangspunkt i nedskrivninger på goodwill. Dette skyldes, at værdiansættelsen af goodwill i høj grad baseres på forventninger til fremtidige pengestrømme og vurderes derfor at være det mest udsatte aktiv under finanskrisen. Desuden var årene før finanskrisen præget af mange virksomhedssammenslutninger, hvor købsprisen afspejlede høje forventninger til den fremtidige vækst og indtjening. Undersøgelser viser, at goodwill udgør mere end 50 % af købsprisen i de fleste brancher, og derudover allokeres yderligere 30 - 40 % af købsprisen til andre immaterielle aktiver⁶. På den baggrund forventes det, at finanskrisen har medført øgede nedskrivninger på goodwill, da alle indikationer på værdiforringelse har været til stede.

Nedenstående figur illustrerer nogle af de forhold, som forventes at påvirke de foretagne nedskrivninger, og det er afhandlingens formål at diskutere disse forholds betydning for de danske virksomheder i C20 indekset.

⁵ <http://www.ey.com/GL/en/Services/Transactions/Impairment-reporting--improving-stakeholder-confidence---Overview#>

⁶ <http://www.mynewsdesk.com/dk/view/pressrelease/virksomhedsopkoeb-har-nu-for-alvor-ramt-indtjeningen-421278>

Figur 3: Forhold som forventes at påvirke foretagne nedskrivninger



Kilde: Egen tilvirkning

1.1 - Problemformulering

Afledt af ovenstående problembehandling vil nærværende afhandlings hovedhypotese derfor være, at der siden 2008 er sket en stigning i nedskrivningerne på goodwill. Såfremt hovedhypotesen ikke kan bekræftes, undersøges det, hvilke parametre der gør sig gældende. Den overordnede problemstilling indeholder derfor følgende:

Hvordan har finanskrisen påvirket udviklingen i foretagne nedskrivninger på goodwill i C20 indeksets virksomheders årsrapporter, og hvordan kan udviklingen forklares?

Ovenstående hovedproblemstilling nedbrydes i mere konkrete spørgsmål for at skabe sammenhæng mellem afhandlingens enkelte dele.

For at læseren opnår et overordnet kendskab til, hvad goodwill består af, indledes afhandlingen med en beskrivelse af de elementer, som indgår i definitionen af goodwill. Det første delspørgsmål består derfor af følgende:

Hvad består goodwill af, og hvordan behandles det regnskabsmæssigt?

Da hovedproblemstillingen indeholder et ønske om at undersøge udviklingen i de foretagne nedskrivninger, vurderes det relevant at inddrage denne undersøgelse så tidligt som muligt i afhandlingen. Derfor har det andet delspørgsmål til formål at afdække spørgsmålet om, hvor mange danske C20 virksomheder der har foretaget nedskrivninger på goodwill i perioden fra 2007 til 2010.

Hvordan har de foretagne nedskrivninger udviklet sig?

Med afsæt i undersøgelsen af udviklingen, ønskes denne udvikling analyseret, og der søges svar på, hvorfor udviklingen ser ud, som den gør. Analysen tager udgangspunkt i den teoretiske behandling af nedskrivninger efter IAS 36 og forsøger at forklare udviklingen med de elementer, som indgår i den regnskabsmæssige behandling af nedskrivningstesten. De følgende delspørgsmål har derfor til formål at beskrive det teoretiske fundament og dernæst forsøge at forklare de empiriske resultater med den tilhørende teori. Delspørgsmålene, som knytter sig hertil, lyder som følgende:

Hvordan allokeres goodwill til de rette pengestrømsfrembringende enheder, og hvordan kan de påvirke nedskrivningerne?

Hvordan estimeres de fremtidige pengestrømme, og hvordan kan de påvirke nedskrivningerne?

Hvordan fastlægges diskonteringsrenten, og hvordan kan den påvirke nedskrivningerne?

Til slut inddrages yderligere faktorer, som kan have en påvirkning på de virksomheder, som undersøges, og som kan forklare udviklingen i de foretagne nedskrivninger. Det sidste delspørgsmål består derfor af følgende:

Hvilke andre faktorer kan forklare udviklingen i nedskrivningerne?

Ovenstående delspørgsmål har til formål at beskrive, forklare og analysere den udvikling i foretagne nedskrivninger på goodwill, som de danske C20 virksomheder har foretaget i perioden fra 2007 til 2010.

1.2 - Strukturoversigt

Strukturoversigten tager udgangspunkt i problemformuleringens bestanddele og giver et overblik over, hvorledes hovedproblemstillingen skal besvares. De enkelte delspørgsmål skal anses som et kapitel for sig selv, som tilsammen skal danne grundlag for en samlet konklusion, der svarer på hovedproblemstillingen.

Figur 4: Oversigt over afhandlingens struktur



Kilde: Egen tilvirkning

1.3 - Metode

Dette afsnit har til formål at beskrive de metodevalg, som afhandlingen afspejler, og herigennem tage stilling til validiteten af konklusionerne. Det er hovedproblemstillingen, som er udgangspunktet for valg af metode, og metodevalget skal derfor afspejle, hvilke redskaber som anvendes til brug for at kunne konkludere på hovedproblemstillingen. Metodevalget kan være baseret på to principper. Deduktion, som kendetegnes ved, at undersøgelsen baseres på generelle principper og forsøger herigennem at sige noget om enkelte hændelser. Induktion tager derimod udgangspunkt i enkelte hændelser og heraf udledes et generelt princip⁷. Nærværende afhandling vil behandle hovedproblemstillingen ud fra en deduktiv tilgang, da formålet er at anvende de regnskabsmæssige principper, givet i IFRS standarderne, og på denne baggrund udlede en konklusion baseret på empiri fra de danske virksomheders årsrapporter.

Indledningsvis er det vigtigt at gøre sig klar over, hvad formålet med undersøgelsen er. Ib Andersen opstiller 6 forskellige kategorier af formål⁸:

1. Beskrivende
2. Eksplorative/problemidentificerende/diagnosticerende
3. Forstående
4. Forklarende
5. Problemløsende/normative
6. Interventionsorienterede

Formålet med nærværende afhandling er at undersøge, om finanskrisen har påvirket omfanget af nedskrivninger, og afhandlingen vil derfor indeholde et element af det beskrivende formål. Dernæst vil hovedproblemstillingen indeholde både forstående og forklarende elementer, da der søges en forståelse og forklaring af, hvorfor udviklingen ser ud, som den gør. For at forstå og forklare udviklingen tages der udgangspunkt i de regnskabsmæssige principper i standarderne, og de enkelte kapitler vil herigennem være præget af det beskrivende formål. Det er ikke afhandlingens primære formål at være problemløsende eller interventionsorienterede.

1.3.1 - Undersøgelsesdesign

Undersøgelsesdesignet skal klarlægge, hvorledes afhandlingens problemformulering skal udforskes. Formålet med at beskrive undersøgelsesdesignet er at sikre, at den dokumentation, som indsamles, kan anvendes så utvetydigt som muligt og derigennem sikre besvarelsen af problem-

⁷ Den skinbarlige virkelighed, side 32

⁸ Den skinbarlige virkelighed, side 20

stillingerne. På den baggrund er der nogle forhold, som skal overvejes, og der redegøres for de enkelte overvejelser nedenfor.

1.3.1.1 - Undersøgelsesenheder

Undersøgelsesenhederne består af virksomhederne i C20 indekset. Valget er primært baseret på, at virksomhederne i C20 indekset er underlagt reglerne efter IFRS og derfor følger de teoretiske principper, som afhandlingen tager udgangspunkt i. Virksomhederne i C20 indekset er karakteriseret ved at være de mest omsatte aktier i Danmark, og virksomhederne bliver derfor i langt højere grad underlagt mediernes og analytikernes bevågenhed. Dette giver mulighed for at anvende tilgængelig offentlig information som supplerende information i vurderingen af virksomhedens foretagne nedskrivninger eller manglen på samme.

Virksomhederne, som indgår i C20 indekset, revurderes 2 gange om året, hvilket betyder, at der i undersøgelsesperioden har været forskellige virksomheder i indekset. Der er derfor foretaget en undersøgelse af, hvilke virksomheder der har indgået i C20 indekset i perioden, og undersøgelsen vil tage udgangspunkt i de forskellige virksomheder. Bilag 1 opstiller udviklingen i C20 indeksets sammensætning, og heraf fremgår det, at 26 virksomheder vil danne grundlag for undersøgelsen.

I analysen måles nedskrivningerne og regnskabsposten goodwill i det kalenderår, hvor regnskabet slutter. Det betyder, at for de virksomheder, hvor regnskabsåret ikke følger kalenderåret, sammenlignes virksomhedens samlede værdi af aktiver, goodwill samt nedskrivninger med værdierne i de regnskaber som har regnskabsafslutning den 31. december.

Undersøgelsesenheden består af 26 danske virksomheder og vurderes derfor ikke at være repræsentativ, og det kan diskuteres, om virksomhederne i C20 indekset er ligeså konjunkturfølsomme som andre danske virksomheder. Den manglende konjunkturfølsomhed kan resultere i, at nedskrivningstesten ikke bliver påvirket i lige så høj grad som for konjunkturfølsomme virksomheder, og der kan derfor ikke udledes en generel konklusion om udviklingen i danske virksomheders nedskrivninger. På trods af dette, vurderes undersøgelsesenheden at kunne bidrage til en indikation af, hvilke generelle parametre der gør sig gældende i udviklingen af nedskrivninger, hvilket er formålet med afhandlingen.

Perioden, som vil blive undersøgt, vil omfatte 2007 til 3. kvartal 2011. Som nævnt indledningsvis startede finanskrisen i Danmark i 2008. Det er valgt at medtage årsrapporterne fra 2007 for at give et sammenligningsgrundlag før finanskrisens start. Det seneste offentliggjorte regnskab for størstedelen af virksomhederne i C20 indekset er for 2010. Dog inddrages virksomhedernes rapportering for 3. kvartal 2011 for herigennem at medtage de seneste informationer omkring nedskrivningerne. Det ville skabe stor værdi for afhandlingen, såfremt en tidligere krise kunne udgøre et sammenligningsgrundlag, men grundet ændring i de regnskabsmæssige regler giver en historisk sammenligning ikke mening, da der ville blive sammenlignet på forkerte grundlag. På den baggrund indeholder undersøgelsens periode kun den nuværende finanskrise samt året før finanskrisens start i Danmark.

1.3.1.2 - Casestudie

Undersøgelsen i nærværende afhandling baseres på multiple casestudier. Det karakteristiske ved casestudier er, at det er en empirisk undersøgelse, som tager udgangspunkt i et fænomen og belyser det ude i den virkelige verden. Desuden beskriver Yin (2002) casestudiet som en undersøgelse, hvor det ikke er helt indlysende, hvor grænserne imellem fænomenet og sammenhængen går, samt som en undersøgelse, hvor det er muligt at anvende forskellige informationskilder⁹. Valget af at foretage multiple casestudier frem for single casestudie begrundes med, at formålet med afhandlingen er at undersøge, hvorvidt der har været nedskrivninger under finanskrisen, og til dette formål er det nødvendigt at inddrage flere virksomheder. Det vurderes ikke, at kunne give den tilstrækkelige forklaring, såfremt blot én virksomhed indgik i analysen, da der kan være mange specifikke virksomhedsforhold, som gør sig gældende i forhold til et nedskrivningsbehov.

Det forhold, vil ligeledes gøres sig gældende for det multiple casestudie, da nedskrivningstesten er påvirket af såvel interne som eksterne faktorer. Det er på den baggrund derfor også valgt at tage udgangspunkt i C20 indeksets virksomheder, da der, som tidligere nævnt, er relativt mere tilgængelig information, som kan anvendes i vurderingen. Dette leder op til, at undersøgelsesdesignet er præget af både kvantitativ og kvalitativ information. Undersøgelsen af, hvorledes udviklingen i de foretagne nedskrivninger er, består af kvantitativ information, hvorimod undersøgelsen af årsagerne til udviklingen er kvalitativ information.

⁹ Den skinbarlige virkelighed, side 112

1.3.1.3 - Dataindsamling

Dataindsamlingen består af forskellige kvantitative og kvalitative metoder, og data vil bestå af både primært og sekundært data. Det teoretiske udgangspunkt består af IASBs standarder og karakteriseres derfor som sekundær data, da jeg ikke selv har indsamlet data. De anvendte standarder er gældende for regnskabsåret startende 1. januar 2011. Det er kontrolleret, at der ikke har været ændringer til standarderne i den analyserede periode, og i de tilfælde, hvor der har været ændringer, er ændringerne belyst i afhandlingen.

Desuden anvendes diverse faglitteratur, artikler og andre undersøgelser af nedskrivninger af goodwill, som ligeledes er sekundært data. I casestudiet anvendes i høj grad virksomhedernes årsrapporter samt andre regnskabsmæssige meddelelser. Denne information er udarbejdet af virksomhederne selv og er derfor også sekundært data.

De primære data indhentes i forbindelse med interviews af regnskabstekniske fagfolk samt analytikere. Interviewene karakteriseres som delvise strukturerede interviews, da jeg har oplyst nogle formodninger om, hvorfor udviklingen i foretagne nedskrivninger ser ud, som den gør, men er samtidig åben over for nye forklaringer eller elementer. Der er derfor udarbejdet en interviewguide, som oplister de forhold, der skal belyses i interviewet, jf. bilag 2. Styrken ved interviewformen er, at problemstillingen bliver belyst og analyseret ud fra andres overvejelser, men svagheden er samtidig, at der er en risiko for fejlfortolkning.

Til brug for udvælgelsen af analytikere er der taget udgangspunkt i medlemmerne i Finansanalytikerforeningens regnskabsudvalg, hvor aktieanalysechef Niels Granholm-Leth fra SEB er interviewet. Derudover er der taget udgangspunkt i deltagerne i dommerkomitéen vedrørende C20 regnskabsprisen, da det er vurderet, at deltagerne på trods af den finansanalytiske tilgang har et indgående kendskab til reglerne efter IFRS. Ud fra dette udgangspunkt er der foretaget interview med porteføljeforvalter Torben Sand fra ATP. Derudover er der foretaget interview af chefanalytiker Morten Kongshaug fra Danske Bank samt telefoninterview med aktiechef Henrik Ekman fra Majinvest.

Interviewene med analytikerne har bekræftet nogle af mine egne forventninger og forestillinger, men har også afkræftet nogle af dem og derigennem bidraget til et mere nuanceret syn på udviklingen.

1.3.1.4 - Databehandling

En stor del af analysen bygger på informationer fra virksomhedernes årsrapporter og tager i første omgang udgangspunkt i en univariat analyse¹⁰. Denne analyse har til formål at danne et overblik over den indsamlede data og viser eksempelvis hvor stor en andel af de undersøgte virksomheder, som har indregnet goodwill i regnskabet i forhold til den samlede population. Denne form for kvantitativ analyse er den mest simple form for analyse, og den anvendes som beskrivende element i den samlede analyse.

Dernæst anvendes informationen i den univariate analyse til at foretage en bivariat analyse, hvor eksempelvis data om virksomhedernes anvendte WACC'er sammenholdes med informationen om, hvorvidt virksomhederne har foretaget nedskrivninger. Den bivariante analyse har dermed til formål at analysere sammenhænge imellem de kvantitative data. Den bivariante analyse kan udtrykkes som følge af statistisk samvariation¹¹. I nærværende afhandling er der ikke benyttet statistiske mål for samvariationen, men der er foretaget en objektiv vurdering af samvariationen, og der foretages derfor en klyngeanalyse, hvor specielle karakteristika i data sammenlignes på tværs af virksomhederne. Dette valg afspejles i resultaterne af analysen, hvor jeg konkluderer på, om der kan være indikationer på sammenhænge, men resultaterne er ikke underlagt en statistisk vurdering, og de kan derfor ikke konkluderes som værende signifikante.

1.4 - Afgrænsning

Kapitel 2 består af en beskrivelse af de elementer, der indgår i begrebet goodwill, og der inddrages derfor den generelle definition af immaterielle aktiver efter IAS 38. Der afgrænses dog fra en dybere gennemgang af reglerne i IAS 38, da formålet med kapitlet kun vedrører definitionen af goodwill og ikke immaterielle aktiver generelt.

Da afhandlingen tager udgangspunkt i den regnskabsmæssige behandling af goodwill, ville det være nærliggende at inddrage det generelle formål samt kravene til de kvalitative egenskaber, som IASB's begrebsramme opstiller. Det er dog valgt at afgrænse afhandlingen fra at berøre dette, da hovedproblemstillingen vedrører udviklingen i de foretagne nedskrivninger og de dertilhørende forklaringer og ikke en undersøgelse af, hvordan begrebsrammen og derigennem årsrapporten skaber værdi for regnskabsbrugeren.

¹⁰ Den skinbarlige virkelighed, side 193

¹¹ Den skinbarlige virkelighed, side 194

Afgrænsningen omfatter ydermere en afgrænsning fra at behandle området vedrørende virksomhedssammenslutninger efter IFRS 3. IFRS 3 bliver anvendt i forbindelse med definitionen af goodwill og allokering af goodwill til pengestrømsfrembringende enheder, men en egentlig beskrivelse og inddragelse af virksomhedssammenslutningsperspektivet afgrænses af handlingen fra at behandle. Valget af denne afgrænsning skyldes, at afhandlingen har et begrænset omfang, samt at formålet med afhandlingen er at undersøge nedskrivningerne og ikke selve virksomhedssammenslutningerne, som har medført den indregnede goodwill.

Ydermere afgrænses afhandlingen fra at indeholde en udtømmende gennemgang af de oplysningskrav, som IAS 36 opstiller. Oplysningskravene er relativt omfattende, og de oplysningskrav, som vurderes relevante for afhandlingen, er derfor medtaget, da undersøgelsen ikke har til formål at vurdere, hvorvidt virksomhederne lever op til standardens oplysningskrav.

1.5 - Kildekritik

I forbindelse med dataindsamlingen har jeg vurderet validiteten af de indsamlede data. Vurderingen af validiteten tager udgangspunkt i validitet og reliabilitet¹². Validiteten af dataene bliver vurderet ud fra begreberne gyldighed og relevans, og den refererer til sammenhængen mellem problemstillingen og det indsamlede data. Reliabiliteten har til formål at vurdere dataenes præcision og sikkerhed i forhold til det resultat, som problemstillingen ønsker at forklare.

Det teoretiske grundlag er primært baseret på IAS standarderne, og det vurderes derfor at opfylde kravet om validitet og reliabilitet. Til brug for analysen er anvendt relevante standarder til at beskrive det teoretiske fundament for analysen, og der eksisterer en sammenhæng mellem den anvendte teori og den analyserede empiri. Derudover er anvendt videnskabelige artikler og publikationer, som fokuserer på analyser af teorien, eller som foretager andre empiriske studier af sammenhængen mellem teorien og empirien, og validiteten af disse vurderes ikke at kunne anfægtes. Reliabiliteten af anvendte amerikanske publikationer kan diskuteres, eftersom resultatet er præget af landespecifikke forhold, og der kan derigennem eksistere forskelle i forhold til nærværende afhandlings problemstilling. Det vurderes dog, at disse eventuelle forskelle ikke har væsentlig effekt på analysen, hvorfor publikationerne er medtaget i analysen.

¹² Den skinbarlige virkelighed, side 82

Anvendelsen af virksomhedernes årsrapporter vurderes ligeledes at opfylde kravet om validitet, da de er udarbejdet på baggrund af de internationale regnskabsstandarder. Analysen viser dog, at der eksisterer mangler i virksomhedernes årsrapporter, men som udgangspunkt skal oplysningerne i årsrapporterne være valide og troværdige, da de valgte virksomheder aflægger regnskabet efter IFRS.

Det kan diskuteres, om afgrænsningen af virksomhederne til kun at omfatte C20 indeksets virksomheder begrænser analysen, og det derfor er muligt, at resultatet ville have set anderledes ud, såfremt analysen havde taget udgangspunkt i andre virksomheder. Eftersom den teoretiske del af afhandlingen tager udgangspunkt i reglerne efter IFRS, vurderes begrænsningen og dermed validiteten af de undersøgte virksomheder at opfylde formålet med nærværende afhandling.

Validiteten af de foretagne interviews kan dog være præget af min egen subjektive fortolkning. Interviewene har taget udgangspunkt i en fastlagt interviewguide, jf. bilag 2, og resultaterne af interviewene har i nogle tilfælde været imod min egen forventning. På denne baggrund vurderes resultaterne at være underlagt en vis objektiv vurdering, men det er muligt, at andre ville have fået et andet udbytte af interviewene end jeg selv.

Kapitel 2 - Definitionen af goodwill

Dette kapitel har til formål at besvare problemformuleringens første delspørgsmål, og det vil derfor bestå af en redegørelse af de elementer, som indgår i begrebet goodwill. Kapitlet vil derudover indeholde en introduktion til nedskrivningstestens bestanddele, som bliver yderligere uddybet i de efterfølgende kapitler.

Siden 2005 har danske selskaber, som er optaget til handel på et reguleret marked, skulle aflægge koncernregnskab efter IFRS. Moderselskabet kan vælge at aflægge regnskab efter IFRS, men dette er stadig valgfrit¹³. Kravet om, at koncernregnskabet skal aflægges efter samme standarder i hele EU, har til formål at forbedre sammenligneligheden på tværs af alle EU landene. Hensigten er formuleret i 3 mål: Effektiv ressourceallokering, beskyttelse af investorer samt konkurrencehensyn¹⁴. Det frie fællesmarked i EU har til hensigt at skabe effektiv ressourceallokering, og den ensrettede regnskabsregulering mellem medlemslandene skaber større gennemsigtighed for investorer, som vil investere på tværs af landegrænserne. Herigennem skabes en højere grad af investorbekyttelse. Konkurrencehensynet har til formål at forhindre, at nogle medlemslande på grund af den nationale regnskabsregulering er mere fordelagtige at investere i end andre.

Siden 2004 har IASB¹⁵ og FASB¹⁶ samarbejdet omkring det såkaldte konvergensprojekt. Projektets mål er at udvikle en fælles begrebsramme herunder fælles retningslinjer for definitioner, indregningskriterier samt måleattributter¹⁷. På nuværende tidspunkt er den væsentligste forskel mellem IASB standarderne og FASB standarderne, at IASB standarderne er baseret på principper, hvor den enkelte transaktions økonomiske substans er afgørende for den regnskabsmæssige behandling, hvorimod FASB standarderne bygger på et regelbaseret koncept, hvorfor der findes standarder for stort set alle tænkelige regnskabsmæssige situationer. IASB's principbaserede tilgang til standarderne medfører, at der er i langt højere grad anvendes skøn og vurderinger i regnskabsrapporteringen, og standarderne skal fortolkes til den givne situation.

Det er ud fra denne principbaserede tilgang, at goodwill bliver behandlet regnskabsmæssigt efter IFRS.

¹³ <http://www.eogs.dk/sw38819.asp>

¹⁴ Finansiell rapportering, teori og regulering, side 70

¹⁵ International Accounting Standard Board. IASB er det standardudstedende organ, hvis formål er at udvikle globale regnskabsstandarder, fremme brugen af standarderne samt forsøge at afvige mindst muligt fra de eksisterende nationale regnskabsreguleringer

¹⁶ FASB - Financial Accounting Standards Board. Selvejende institution som står for standardudstedelsen i USA.

¹⁷ Finansiell rapportering, teori og regulering, side 77

Behandlingen af goodwill kan overordnet anskues ud fra følgende 5 forhold:

1. Goodwill skal testes årligt for nedskrivningsbehov
2. Goodwill skal allokere til rette pengestrømsfrembringende enhed på tidspunktet for erhvervelse
3. Nedskrivningstesten skal udføres på niveauet for den pengestrømsfrembringende enhed
4. Nedskrivninger skal rapporteres i årsrapporten på niveauet for den pengestrømsfrembringende enhed, og ændringer til den bogførte værdi skal ligeledes rapporteres i årsrapporten på dette niveau
5. Nedskrivninger skal føres direkte i resultatopgørelsen og kan ikke tilbageføres, såfremt forudsætningerne for nedskrivningen ændrer sig

Den teoretiske behandling af goodwill vil igennem afhandlingen tage udgangspunkt i ovenstående 5 forhold i beskrivelsen af den regnskabsmæssige behandling af goodwill. Dette kapitel indeholder en definition af goodwill.

2.1- Definition af goodwill

Der har igennem tiden hersket stor uenighed omkring definitionen af goodwill, og om dette begreb falder inden for definitionen af et aktiv¹⁸. Dette skyldes, at goodwill ikke i sig selv skaber fremtidige økonomiske fordele, og ifølge IAS 38 omkring immaterielle aktiver er det ét af kriterierne, som skal være opfyldt for, at et immaterielt aktiv opfylder definitionen.

Argumenterne både for og imod er mange. Eksempelvis mener nogle, at goodwill er et aktiv, da det forventes at skabe fremtidig økonomiske fordele (eksempelvis Johnson og Tearner, 1993 og Johnson og Petrone, 1998), og at virksomhedens ledelse ikke ville have incitament til at betale for goodwill, såfremt det ikke forventes at skabe fremtidig værdi (Colley og Volkan, 1998). Herring og Herring (1990) mener, at eftersom virksomhedens balance bliver anvendt af investorerne til vurdering af virksomhedens værdi, er goodwill en essentiel del af virksomhedens værdi¹⁹. Omvendt mener nogle, at eftersom målingen af goodwill er underlagt stor usikkerhed, bør det ikke indgå i virksomhedens balance (jf. Raffournier, 1998), og den kapitaliserede værdi kan ikke fastlægges, da der ikke kan observeres noget aktivt marked for goodwill²⁰.

¹⁸ Jf. nedenfor hvor argumenter for og imod illustrerer en del af uenighederne

¹⁹ Purchased goodwill. Accounting treatment and value relevance, side 7

²⁰ Purchased goodwill. Accounting treatment and value relevance, side 7

Goodwill hænger snævert sammen med andre immaterielle aktiver, og definitionen skal derfor ses i sammenhæng med definitionen indeholdt i IAS 38, immaterielle aktiver. Efter standarden defineres et immaterielt aktiv som "et identificerbart, ikke-monetært aktiv uden fysisk substans"²¹. Immaterielle aktiver skal opfylde den generelle definition af aktiver i IASB's begrebsramme²²:

"Aktiver kan indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde virksomheden, og aktivets kostpris eller værdi kan måles pålideligt"

Pålidelig måling skal opfylde kriterierne indeholdt i begrebsrammen, og målingen skal derfor være *fuldstændig, neutral og fejlfri*. Ydermere skal immaterielle aktiver opfylde kriterierne om at være *identificerbare*, aktiverne skal være *under virksomhedens kontrol*, og som indeholdt i den generelle definition, skal det sandsynliggøres, at aktiverne skaber *fremtidige økonomiske fordele*.

Ses der på den historiske definition, omfattede begrebet goodwill tidligere den værdi, som kundeloyalitet skaber. I dag omfatter begrebet yderligere værdi, og det defineres teoretisk set som²³:

"den overnormale indtjening en virksomhed er i stand til at præstere"

I praksis giver denne formulering dog vanskeligheder, da "normal" indtjening er et relativt begreb. Vurderingen af, om en virksomhed formår at skabe overnormal indtjening, skal derfor tage udgangspunkt i en sammenligning af virksomheder med samme risikoprofil og deres evne til at skabe indtjening. Dette forhold bliver dog påvirket af mange udefrakommende faktorer, som eksempelvis markedets udvikling, politiske beslutninger, forbrugertilliden mv., som virksomheden ikke altid selv kan styre. Det forhold henleder opmærksomheden på, at aktivet skal være kontrol-

²¹ Citat fra Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 644

²² Conceptual Framework for financial reporting, 4.44

²³ Finansiell rapportering, teori og regulering, side 222

leret af virksomheden for at opfylde definitionen, jf. ovenfor, og med udgangspunkt i den teoretiske definition, kan det betvivles, om en overnormal indtjening altid vil opfylde dette kriterium. Desuden skal aktivet være muligt at separere, hvilket også vurderes vanskeligt, da goodwillen opstår som følge af synergier imellem flere aktiver.

Ovenstående udfordringer medfører, at internt oparbejdet goodwill ikke opfylder definitionen på et aktiv, og det må derfor ikke aktiveres i henhold til IAS 38²⁴. Internt oparbejdet goodwill repræsenterer de synergier, som opstår inden for virksomheden og er særdeles vanskelig at opgøre og måle pålideligt, hvilket er hovedårsagen til, at internt oparbejdet goodwill ikke må aktiveres. Anderledes forholder det sig med købt goodwill. Købt goodwill opstår i forbindelse med virksomhedssammenslutninger, og det defineres som den merværdi, der betales for en virksomheds nettoaktiver til dagsværdi²⁵. Virksomhedssammenslutninger reguleres i IFRS 3, og i denne standard defineres goodwill som²⁶:

”et aktiv som repræsenterer fremtidige økonomiske fordele, opstået som følge af anskaffelsen af andre aktiver ved en virksomhedssammenslutning og som ikke er individuelt identificerbart og separat indregnet”.

Denne definition falder uden for IAS 38's kriterier for at opfylde definitionen på et immaterielt aktiv, hvilket netop karakteriserer forskellen imellem goodwill og andre immaterielle aktiver. For at forstå denne forskel vil efterfølgende afsnit redegøre for de forskellige komponenter, som goodwill består af og identificere de elementer, som udgør *kernegoodwill* og dermed opfylder definitionen på et aktiv.

2.1.1 - Komponenter

I ”Basics for conclusions on IFRS 3” diskuteres det, hvilke komponenter goodwill består af, og hvilke komponenter som skal holdes uden for goodwillposten. I diskussionen indgår forholdet, at der ved vurderingen af goodwillposten skal tages stilling til forskellen imellem dagsværdien og den bogførte værdi af nettoaktiverne, dagsværdien af aktiver, som ikke tidligere har været tilladt

²⁴ IAS 38.48

²⁵ Finansiell rapportering, teori og regulering, side 223

²⁶ IFRS 3, appendix A

at indregne, dagsværdien af *going concern elementet*, synergi imellem aktiver og fejlvurdering af nettoaktivernes dagsværdi og over/underpris²⁷.

2.1.1.1 - Forskel imellem bogført værdi og dagsværdi

Denne komponent kvalificerer ikke i sig selv til at være et aktiv, men blot en gevinst, som den opkøbte virksomhed ikke havde indregnet i nettoaktiverne. Der skal derfor ses bort fra dette element i vurderingen af goodwillens sammensætning.

2.1.1.2 - Dagsværdien af aktiver som ikke tidligere har været tilladt at indregne

For at minimere komponenten "ej indregnede immaterielle aktiver" mest muligt sætter IFRS 3 fokus på at adskille identificerbare immaterielle aktiver fra goodwill i højest muligt omfang for at give regnskabsbrugeren så detaljeret information som muligt. Dette gøres eksempelvis ved at tillade indregning af internt oparbejdede immaterielle aktiver i den overtagede virksomhed, såsom eksempelvis kundelister og lignende.

Den grundlæggende forskel mellem immaterielle aktiver og goodwill er som tidligere nævnt, at immaterielle aktiver er identificerbare. Men i forbindelse med konvergensprojektet er IASB blevet opmærksom på, at mange virksomheders erhvervede goodwill indeholder immaterielle aktiver, som ikke burde indgå i goodwillposten. På den baggrund opstiller standarden nogle kriterier for, hvilke forhold der skal tages i betragtning i forbindelse med behandlingen af identificerbare aktiver²⁸:

- I. Separerbarhed
- II. Juridiske rettigheder

Ad I.) Basics for conclusions, BC 9, konkluderer, at såfremt et aktiv kan separeres og udskilles særskilt fra virksomheden og dermed sælges, udlånes eller lignende fra virksomheden, skal dette aktiv ikke indregnes som goodwill, men klassificeres som et immaterielt aktiv.

Ad II.) Det forhold, at et immaterielt aktiv er tilknyttet en juridisk rettighed, medfører ikke altid, at aktivet kan separeres fra resten af virksomheden. For nogle immaterielle aktiver gælder, at aktivet med den tilhørende juridiske rettighed kun kan sælges i forbindelse med salg af dele eller hele virksomheden. Dette forhold taler dog ikke for, at det immaterielle aktiv skal klassificeres som goodwill, hvorfor IAS 38 har opstillet kriteriet for, at når der er en juridisk rettighed knyttet

²⁷ Finansiell rapportering, teori og regulering, side 223

²⁸ Basics for conclusions in IAS 38, BC 9 og BC10

til det immaterielle aktiv, skal dette indregnes som et immaterielt aktiv og ikke indgå som goodwill.

2.1.1.3 - Dagsværdi af going concern

Going concern elementet vil opfylde aktivdefinitionen, da dette er et udtryk for de forventede fremtidige pengestrømme, og da det repræsenterer den internt oparbejdede goodwill, som eksisterer i den overtagede virksomhed. Denne komponent kan også betegnes som basis kriteriet, eftersom en virksomhed defineret ved ungoing concern, skal indregne alle aktiverne til likvidationsværdi. Komponenten opfylder derfor også kriteriet om identificerbarhed, kontrollerbarhed og er et resultat af tidligere begivenheder, og vil derfor indgå som en del af det, som IFRS definerer som *kernegoodwill*.

2.1.1.4 - Synergi imellem aktiver

Synergien opstår som følge af, at virksomhedens (opkøbte) kombinerede aktiviteter skal skabe en bedre sammenhæng i forretningsstrategien. Virksomhedssammenslutningen kan eksempelvis være et resultat af opkøb af en konkurrent eller underleverandør, der på denne måde bidrager til at styrke virksomheden på markedet. Derudover kan det være et opkøb af et komplementærprodukt, som øger salget, udviklingen samt markedseksposeringen af et eksisterende produkt. Goodwillen vil være et resultat af, at den købende og opkøbte virksomheders nettoaktiver tilsammen vil skabe en større værdi, end de gjorde hver for sig, og den opfylder derfor kriteriet om at være et udtryk for de forventede fremtidige økonomiske fordele. Denne komponent betegnes ligeledes af IFRS som *kernegoodwill*.

2.1.1.5 - Fejlvurdering af aktivernes dagsværdi

Komponenten bestående af fejlvurdering skal ses som en følge af, at dagsværdierne af nettoaktiverne i den opkøbte virksomhed ikke kan opgøres med fuldstændig nøjagtighed. Ledelsen i den opkøbende virksomhed kan være for optimistisk i vurderingen af den opkøbte virksomheds markedspostition, eller det kan være vanskeligt at fastsætte værdien af de immaterielle aktiver. Der vil derfor være en risiko for, at der enten betales for meget eller for lidt for virksomheden, og denne komponent defineres ikke som et aktiv, og den skal derfor i videst muligt omfang reduceres.

2.1.1.6 - Over/underpris

Overpris kan opstå som følge af priskonkurrence på markedet, hvor prisen på den overtagede virksomhed bliver budt op. I princippet skal en eventuel overbetaling behandles som et tab og derfor resultatføres med det samme, men da det ofte er kompliceret at definere, hvor stor en del

af beløbet, der skal henregnes til en overbetaling, vil goodwillposten ofte indeholde dette element alligevel.

Det er ikke tilladt for virksomheden at indregne et eventuelt negativt beløb som goodwill (badwill). Dette beløb skal i stedet indtægtsføres straks²⁹. Negativ goodwill kan opstå som følge af virksomhedssammenslutninger, hvor den overtagede virksomhed er presset likviditetsmæssigt eller truet af en konkurs og derfor er villig til at sælge nettoaktiverne til en lavere pris end den opgjorte dagsværdi. I sådan en situation, vil forskellen mellem nettoaktivernes dagsværdi og købsprisen være negativ, og dette negative forskelsbeløb skal indtægtsføres, såfremt indtægten svarer til en realiseret fortjeneste. Såfremt den negative goodwill opstår som følge af en forventet ugunstig udvikling, skal forskelsbeløbet indtægtsføres i takt med, at den ugunstige udvikling realiseres. Hvis den negative goodwill ikke opstår som følge af en realiseret fortjeneste eller en forventet fremtidig ugunstig udvikling, kræves forskelsbeløbet indregnet som en bunden post på egenkapitalen. I praksis synes der dog at være en accept af, at forskelsbeløbet som oftest er realiseret på erhvervelsestidspunktet og derfor kan indtægtsføres straks³⁰. Identificeres et negativt forskelsbeløb, skal virksomheden revurdere de identificerbare aktiver og forpligtelser samt målingen af købsprisen. Her er der især fokus på at identificere alle eventualforpligtelser, og det negative forskelsbeløb vil i praksis ofte kunne henføres hertil, hvilket derfor medfører, at der sjældent indtægtsføres negativ goodwill³¹.

2.1.2 - Koncerngoodwill

Koncerngoodwill er en betegnelse for erhvervet goodwill i forbindelse med en virksomhedssammenslutning, hvor den opkøbte virksomhed indgår i koncernregnskabet som dattervirksomhed. Koncerngoodwillen repræsenterer differencen mellem købsprisen og datterselskabets egenkapital, hvilket er overensstemmende med den generelle definition af goodwill, jf. ovenfor. I moderselskabets årsrapport vil goodwillen indgå som en del af kapitalandelen i datterselskabet, men i koncernregnskabet elimineres kapitalandelen, og goodwillen omposteres fra kapitalandelen til koncerngoodwill³².

²⁹ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 168

³⁰ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 179

³¹ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 169

³² Finansiell rapportering - teori og regulering, side 249

2.2 - Den regnskabsmæssige behandling af goodwill

Som beskrevet ovenfor, består den indregnede goodwill af købt goodwill i forbindelse med virksomhedssammenslutninger. Ved overtagelsen skal goodwillen allokere til de pengestrømsfrembringende enheder, hvor synergierne forventes at opstå. Den efterfølgende måling af goodwill reguleres i IAS 36, *impairments of assets*. Standarden skal anvendes ved behandlingen af erhvervet goodwill efter den 31. marts 2004³³.

Formålet med standarden er at opstille retningslinjer for, hvornår goodwill er udsat for et nedskrivningsbehov, og hvorledes nedskrivningen skal foretages³⁴. Goodwill er udsat for et nedskrivningsbehov, såfremt den bogførte værdi overstiger genindvindingsværdien, jf. "[Kapitel 5 - Opgørelse af genindvindingsværdi](#)" for nærmere beskrivelse af genindvindingsværdien.

Det skal årligt vurderes, om der eksisterer et nedskrivningsbehov. Vurderingen skal ikke nødvendigvis foretages på balancedagen, men der stilles i standarden krav om, at vurderingen foretages på samme tidspunkt hvert år³⁵. Nedskrivningstesten skal foretages for samtlige immaterielle aktiver med ubestemmelig levetid, immaterielle aktiver, der endnu ikke er klar til brug, eksempelvis udviklingsprojekter, samt goodwill, uanset om der er indikationer på et nedskrivningsbehov. For øvrige aktiver skal nedskrivningstesten kun gennemføres, såfremt der er indikationer på værdifald. Indikationer på værdifald kan efter standarden opsummeres til at indeholde et eksternt element samt et internt element. Nedenstående figur viser de forskellige indikationer³⁶:

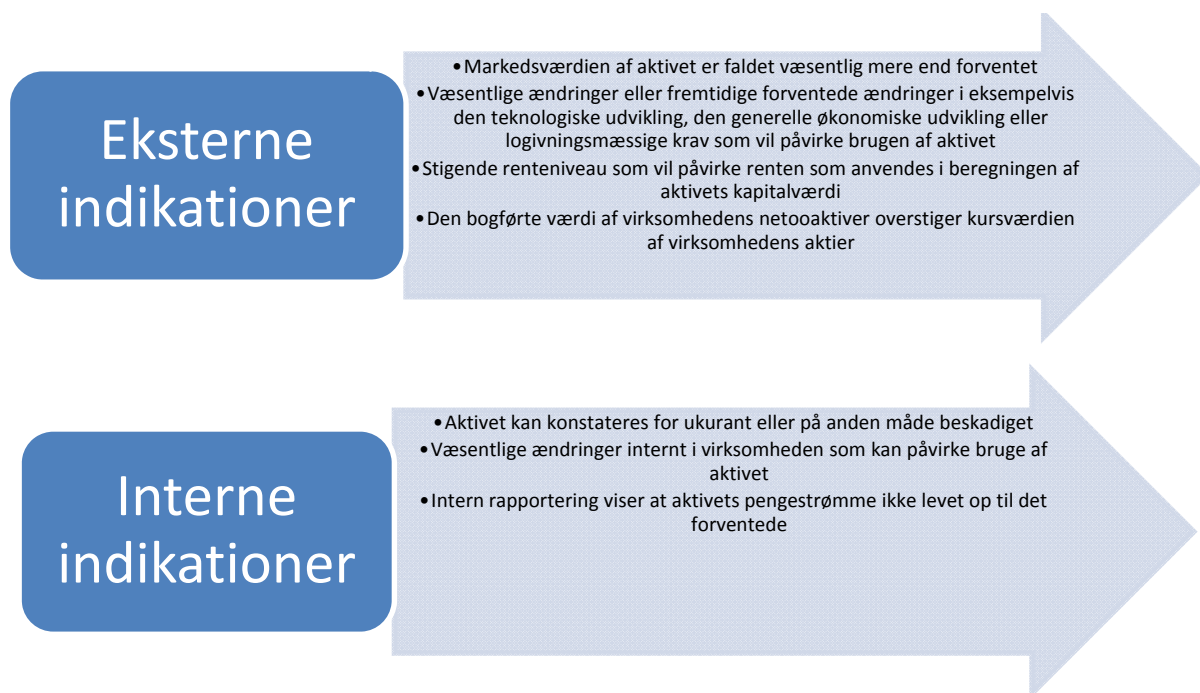
³³Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 594

³⁴ IAS 36.1

³⁵ IAS 36.9

³⁶ IAS 36.12

Figur 5: Indikationer på nedskrivningsbehov



Kilde: Egen tilvirkning

Indikationerne oplyst i standarden er ikke udtømmende, men giver et godt udgangspunkt i vurderingen af et eventuelt nedskrivningsbehov.

I forbindelse med de seneste års afmatning på markederne har der i højere grad end tidligere været fokus på nedskrivningstesten, da indikationer på nedskrivningsbehov har været til stede. Det har især været faldende afsætning samt uro og fald på aktiemarkedene, der har givet anledning til denne øgede fokus³⁷. Der har i løbet af det seneste år været en mindre optimisme at spore på markederne, men i løbet af sommeren 2011, er mange aktieindeks til stadighed præget af den finansielle krise³⁸, hvilket medfører, at også de fremtidige regnskaber stadig skal holde fokus på nedskrivning. De konkrete indikationer på nedskrivningsbehov vil eksempelvis være nedjustering af forventninger til fremtidig vækst, at de faktiske resultater ikke lever op til det budgetterede, og at der ændres i de rekonstrueringsplaner mv., som oprindeligt var planlagt for at mindske behovet for finansiering.

I forbindelse med en virksomhedssammenslutning kræver IFRS 3, at det eksterne regnskab skal indeholde oplysninger, som gør investorerne i stand til at vurdere arten samt de økonomiske ef-

³⁷ Gennemførelse af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen

³⁸ Business.dk "C20 banket tilbage til 2009-niveau" fra d. 19. august 2011

fekter af virksomhedssammenslutningen³⁹. Virksomheden skal beskrive og identificere de sammensluttede virksomheder, overtagelsesdatoen, formålet med virksomhedssammenslutningen samt kostprisen for den overtagne virksomhed. Desuden skal det eksterne regnskab indeholde oplysninger om den erhvervede goodwill, herunder de komponenter, som goodwillen består af⁴⁰. IAS 36 indeholder krav om, at der skal gives oplysninger om de pengestrømsfrembringende enheder, hvor der er henført goodwill til, uanset om der er foretaget nedskrivninger eller ej. I forbindelse med nedskrivningstesten opstiller IAS 36 en række krav til, hvilke oplysninger der skal gives i forbindelse med de foretagne nedskrivninger. Oplysninger skal beskrive den enkelte pengestrømsfrembringende enhed. Desuden skal størrelsen af nedskrivningen oplyses samt en beskrivelse af de forudsætninger, som ligger til grund for nedskrivningen.

Såfremt nedskrivningstesten resulterer i et nedskrivningsbehov, skal nedskrivningen indregnes i resultatopgørelsen. I forbindelse med nedskrivning af pengestrømsfrembringende enheder skal nedskrivningen altid først fordeles til den tilknyttede goodwill, og herefter foretages en fordeling af den resterende nedskrivning til de øvrige aktiver, som er tilknyttet den pengestrømsfrembringende enhed. Fordelingen til de øvrige aktiver sker på baggrund af det enkelte aktivs forholds-mæssige andel af den samlede regnskabsmæssige værdi af den pengestrømsfrembringende enhed. Fordelingen må ikke reducere de enkelte aktivers regnskabsmæssige værdi til lavere end genindvindingsværdien, og den må ikke resultere i negative aktiver⁴¹. Såfremt nedskrivningen reducerer det enkelte aktivs regnskabsmæssige værdi til under genindvindingsværdien eller til under kr. 0, skal den "overskydende" del af nedskrivningen fordeles pro rata til de øvrige aktiver. Denne metode er i overensstemmelse med definitionen af den pengestrømsfrembringende enhed, hvor generering af fremtidige pengestrømme fra de enkelte aktiver i den pengestrømsfrembringende enhed er afhængig af hinanden. Resulterer nedskrivningstesten i en nedskrivning, som overstiger hele den pengestrømsfrembringende enheds regnskabsmæssige værdi, skal der indregnes en forpligtelse, såfremt dette er krævet efter en anden standard. Dette kan eksempelvis være en oprydningforpligtelse eller en forpligtelse til en samarbejdspartner, hvor virksomheden har forpligtet sig til et bestemt salg de næste år frem i tiden.

Ifølge IAS 36 må nedskrivning på goodwill ikke tilbageføres, selvom forudsætningerne, der ligger til grund for nedskrivningen, har ændret sig, da det ofte associeres med internt oparbejdet

³⁹ IFRS 3.59 - 63

⁴⁰ IFRS 3.B64

⁴¹ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 612

goodwill⁴². Dette skyldes, at de forventede fremtidige pengestrømme efterfølgende vil indeholde et element af yderligere synergier opstået *efter* virksomhedssammenslutningen.

De efterfølgende kapitler vil redegøre mere specifikt for den regnskabsmæssige behandling af de enkelte elementer i nedskrivningstestens bestanddele, hvorfor der refereres hertil.

2.3 - Sammenfatning

Det er i princippet kun komponenterne *dagsværdi af going concern* og *synergi imellem aktiver*, som opfylder aktivdefinitionen, og som betegnes som *kernegoodwill* efter IFRS 3. I behandlingen af goodwill skal der derfor rettes fokus på at eliminere tilstedeværelsen af *forskellen imellem bogført værdi og dagsværdi, dagsværdien af ikke tidligere indregnede aktiver*, da de i videst muligt omfang skal identificeres og indregnes som immaterielle aktiver samt *over/underpris*.

I forbindelse med virksomhedssammenslutninger skal den erhvervede goodwill allokere til de pengestrømsfrembringende enheder, som goodwillen relateres til, og der skal foretages en årlig nedskrivningstest, uanset om der er identifikationer på nedskrivningsbehov. Såfremt der identificeres et nedskrivningsbehov, skal nedskrivningen indregnes i resultatopgørelsen, og den kan ikke senere tilbageføres, uanset om forudsætninger, anvendt i nedskrivningstesten, efterfølgende ændrer sig. Den årlige nedskrivningstest har til formål at identificere, om virksomheden eksempelvis har indregnet en betalt overpris i goodwillværdien, som de fremtidige pengestrømme ikke kan opretholde.

⁴² IAS 36.124 og IAS 36.125

Kapitel 3 - Undersøgelse af udviklingen i de foretagne nedskrivninger

Dette kapitel vil indeholde en overordnet analyse af populationen, som har til formål at besvare problemformuleringens andet delspørgsmål. Kapitlet vil be- eller afkræfte min hovedhypotese om, at der har været et stigende antal nedskrivninger i perioden efter 2007, og det vil desuden være grundlaget for den empiriske analyse i resten af afhandlingen.

3.1 - Beskrivelse af populationen

Der bliver løbende ført statistik over omsætningen af alle danske aktier, og 2 gange årligt, primo juni og december, bliver der på baggrund af statistikken taget stilling til, om der skal foretages udskiftninger i C20-indekset. I bilag 1 ses en skematisk oversigt over hvilke virksomheder, som indgår i indekset i den valgte analyseperiode fra 2007 til 3. kvartal 2011. Som det fremgår af opstillingen, indgår der i perioden i alt 27 aktier. Der indgår dog kun 26 virksomheder, da A.P. Møller Mærsk indgår med både A og B-aktien, og analysen tager derfor udgangspunkt i 26 virksomheder. De 26 virksomheder består af:

Tabel 1: Virksomheder, som indgår i analysen

Virksomheder der indgår i analysen				
1. A.P. Møller Mærsk	7. Danisco	13. H. Lundbeck	19. Pandora	25. Vestas Wind systems
2. Bang og Olufsen	8. Danske Bank	14. Jyske Bank	20. Sydbank	26. William Demant Holding
3. Carlsberg	9. DSV	15. NKT Holding	21. TDC	
4. Chr. Hansen Holding	10. FLSmidth & co.	16. Nordea	22. Topdanmark	
5. Coloplast	11. Genmab	17. Novo Nordisk	23. Torm	
6. D/S Norden	12. GN Store Nord	18. Novozymes	24. Tryg	

Kilde: Egen tilvirkning

Undersøgelsen af virksomhedernes årsrapporter viser, at Sydbank og D/S Norden ikke har indregnet goodwill hen over perioden, og de bliver derfor udelukket i nogle af analysens dele⁴³.

Det underliggende materiale kan ses i bilag 3, og det er på baggrund af disse informationer, at analysen tager sit udgangspunkt. Informationerne er indhentet fra virksomhedernes koncernårsrapporter for årene 2007 til 2010.

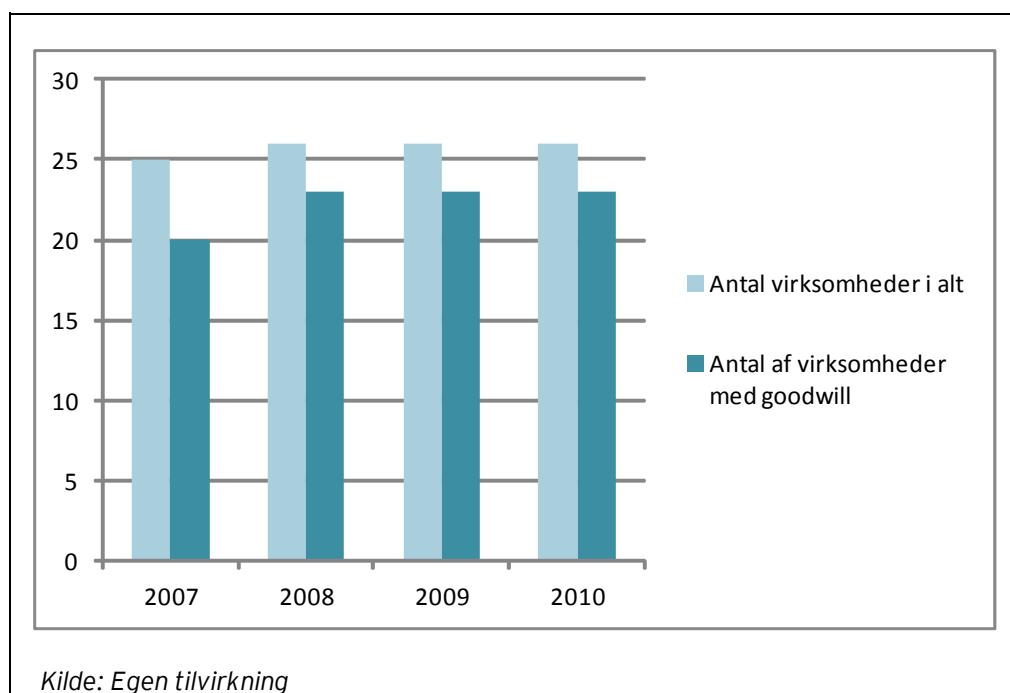
Som det fremgår af nedenstående "Figur 6: Antal virksomheder, som indgår i analysen sammenlignet med antallet af virksomheder med indregnet goodwill i balancen", er der i 2007 kun medtaget 25 virksomheder, hvilket skyldes, at Pandora ikke indgår dette år, da virksomhedsstrukturu-

⁴³ Det specificeres særskilt når de to virksomheder udelukkes

ren er ændret væsentligt fra 2007 til 2008, og det giver derfor ikke et retvisende billede, at medtage virksomheden i 2007.

For 3. kvartal 2011 er kvartalsrapporteringen lagt til grundlag. Kvartalsrapporteringerne viser, at der ikke er foretaget nedskrivninger i 2011 på nuværende tidspunkt. De finansielle tal, som er medtaget i analysen, indeholder derfor kun informationer fra virksomhedernes årsrapporter til og med 2010.

Figur 6: Antal virksomheder, som indgår i analysen sammenlignet med antallet af virksomheder med indregnet goodwill i balancen



Som figuren også viser, er der sket en udvikling i antallet af virksomheder med goodwill fra 2007 til 2008. Udviklingen kan henføres til Genmabs køb af produktionsfaciliteter i 2008, Pandoras indtræden i analysen samt Nordeas overtagelse af Roskilde Bank. Antallet af virksomheder med goodwill er uændret 23 virksomheder frem til 2010. Dog sker der en ændring i, hvilke virksomheder der har goodwill, da Genmab i 2009 frasælger produktionsfaciliteten, hvorfor goodwill, som er henført hertil, ikke indgår i virksomhedens regnskab. Tryg køber i 2009 fire svenske virksomheder, hvorfor der fra 2009 indregnes goodwill for dette selskab. I 2010 er sammensætningen af virksomheder med goodwill uændret. Andelen af virksomheder, som har indregnet goodwill stiger derfor fra 80 % i 2007 til 88 % i 2008, 2009 og 2010, hvilket bekræfter antagelsen om, at behandlingen af goodwill og nedskrivninger er en problemstilling, som er relevant for størstedelen af virksomhederne i C20 indekset.

Ses der på, hvor stor en andel, goodwillen udgør af virksomhedernes samlede aktiver, viser dette dog, at andelen er relativ lille. Andelen udgør således fordelt på årene:

Figur 7: Andel af goodwill i forhold til aktiverne i alt

	2007	2008	2009	2010
Goodwill i alt	98.137.017.280,00	125.733.751.080,00	131.553.615.370,00	129.778.126.360,00
Aktiver i alt	5.326.919.646.776,50	5.751.620.875.643,30	5.454.135.279.400,90	5.600.202.346.433,70
Andel af goodwill i forhold til aktiver i alt	1,84%	2,19%	2,41%	2,32%

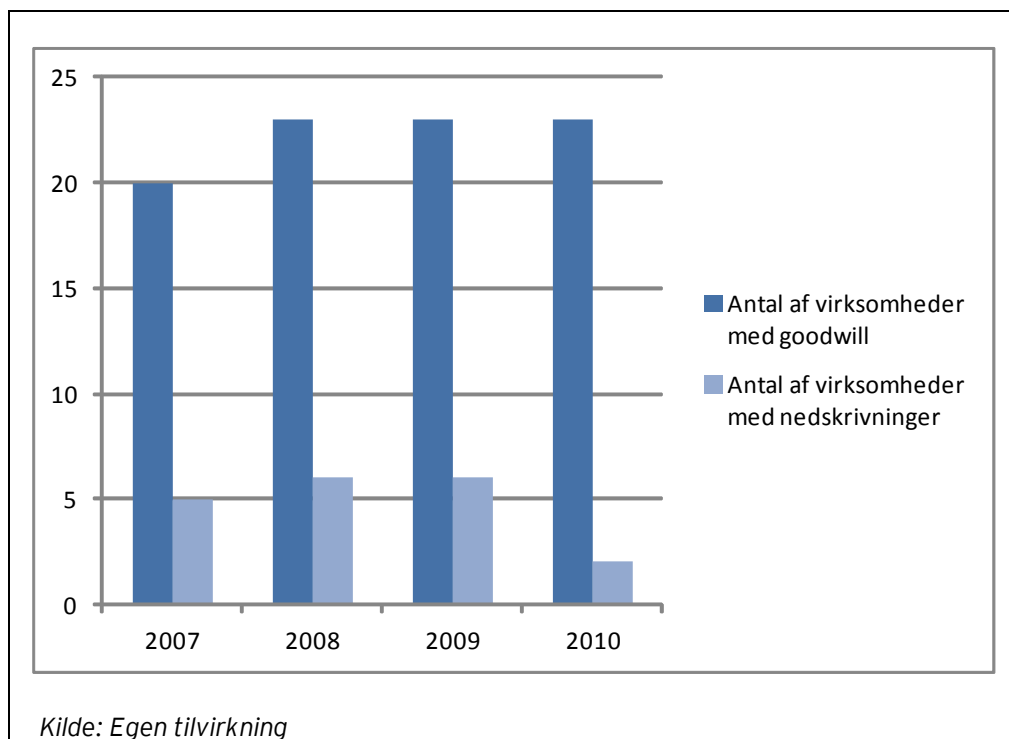
Kilde: Egen tilvirkning

Andelen af goodwill skal ses i forhold til, at A.P. Møller Mærsk, Danske Bank, Jyske Bank, Nordea, Novo Nordisk, Topdanmark samt Tryg har en relativ lille andel af goodwill i forhold til deres samlede aktiver. Desuden indgår D/S Norden og Sydbank i summen af aktiver i alt, hvor andelen af goodwill i perioden er 0 %. Som det fremgår af figuren, er andelen dog steget frem til 2009, hvorefter den falder fra 2,41 % til 2,32 %, hvilket både er et resultat af en stigning i summen af aktiver i alt samt et fald i goodwillen. Ses udviklingen i værdien af goodwillen fra 2007 til 2010 er denne steget med 32 %, hvor summen af aktiver i alt blot er steget med 5 % fra 2007 til 2010. Denne udvikling er overraskende, da de makroøkonomiske forhold i perioden taler for, at værdien af goodwillen skulle være blevet lavere som følge af nedskrivninger og stilstand i forbindelse med virksomhedssammenslutninger. Udviklingen viser derfor, at der er foretaget virksomhedssammenslutninger, da goodwill ikke kan opskrives, jf. "Kapitel 2 - Definitionen af goodwill". Dette er dog også i overensstemmelse med ovenstående beskrivelse af, hvilke virksomheder der indgår med goodwill i analysen, hvor Genmab, Nordea, Tryg og Pandora påvirker udviklingen af virksomheder med goodwill indregnet i regnskabet.

3.2 - Udviklingen i foretagne nedskrivninger

For at kunne vurdere udviklingen er det undersøgt, hvor mange virksomheder der har foretaget nedskrivninger i perioden. Nedenstående "Figur 8: Udvikling i foretagne nedskrivninger" viser udviklingen i foretagne nedskrivninger sammenholdt med antallet af virksomheder med indregnet goodwill.

Figur 8: Udvikling i foretagne nedskrivninger



Figuren illustrerer, at det er en relativ lille andel af virksomhederne, som har foretaget nedskrivninger hen over perioden. I 2008 og 2009 stiger antallet fra 5 til 6 virksomheder, men i 2010 falder antallet til 2 virksomheder. Virksomhederne, der har foretaget nedskrivninger, er oplistet nedenfor.

Tabel 2: Virksomheder der har foretaget nedskrivninger

Virksomheder	Nedskrivninger			
	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	3.000.000	29.000.000	238.000.000	291.000.000
Bang og Olufsen	0	2.400.000	500.000	0
Carlsberg	6.000.000	0	0	0
Coloplast	283.000.000	0	0	0
Danisco	0	600.000.000	660.000.000	700.000.000
Danske Bank	0	3.084.000.000	1.458.000.000	0
Genmab	0	0	297.509.000	0
Novozymes	22.000.000	11.000.000	0	0
TDC	2.530.000.000	4.203.000.000	27.000.000	0
I alt	2.844.000.000	7.929.400.000	2.681.009.000	991.000.000

Kilde: Egen tilvirkning

For at opnå en forståelse af de foretagne nedskrivninger foretages her en gennemgang af de oplysninger, som virksomhederne giver i årsrapporten i relation til de foretagne nedskrivninger.

3.2.1 - Specifikation af nedskrivninger

Nedskrivningen på 3 mio. kr. i 2007 for A.P. Møller Mærsk beskrives eller forklares ikke i årsrapporten, hvilket sandsynligvis skyldes, at nedskrivningen er af uvæsentlig beløbsmæssig størrelse. Nedskrivningen på 29 mio. kr. i 2008 henføres til koncernens andel af Danske Bank, som i 2008 kom ud med et negativt resultat⁴⁴. I 2009 foretages der nedskrivninger på goodwill på 238 mio. kr. og i 2010 på 291 mio. kr., og de vedrører primært Broström Gruppen som følge af svage markedsforhold for små og mellemstore produkttankskibe⁴⁵. I forbindelse med interview af én af analytikerne er der opnået større forståelse for nedskrivningen vedrørende Broström i 2009 og 2010. Nedskrivningen skyldes, at A.P. Møller Mærsk i 2008 købte Broström, og grundet de faldende rater for tankskibe er skibsværdierne faldet væsentligt, og nedskrivningen var derfor forventet af investorerne.

For Bang og Olufsen henføres nedskrivningen i 2008 samt 2009 til det engelske datterselskab, og den vedrører erhvervelsen af 2 nye butikker. Nedskrivningen på 6 mio. kr. i Carlsberg i 2007 specificeres ikke direkte i årsrapporten, men henføres til restruktureringer. Coloplast har i 2007 nedskrevet goodwill med 283 mio. kr., hvilket vedrører virksomhedens "Home Care", hvor indtjeningsvæksten har været lavere end forventet, og goodwillen tilknyttet hertil er derfor fuldt nedskrevet i året. Nedskrivningen i 2008 for Danisco vedrører sukkerdivisionen, som i 2008 blev overvejet frasolgt. Derfor indgik aktuelle købstilbud i vurderingen af nedskrivningen. I 2009 er goodwillen allokert ud på 5 pengestrømsfrembringende enheder til forskel fra 2 året før, og her er der foretaget nedskrivning på den pengestrømsfrembringende enhed "Sweeteners". Som følge af ubalance på sødemiddelmarkedet nedskrives den resterende del af goodwillen på "Sweeteners" i 2010.

Danske Bank har foretaget nedskrivninger i 2008 og 2009. Nedskrivningen i 2008 relaterer sig til bankaktiviteterne i Irland og Norge, hvor al goodwill blev nedskrevet. Nedskrivningen i 2009 relaterer sig til Baltikum, hvor 1/3 af goodwillen blev nedskrevet. Nedskrivningen i 2009 i Genmab skyldes, at et salg af produktionsfaciliteter blev offentliggjort i løbet af regnskabsåret. Gen-

⁴⁴ <http://www.business.dk/boersnyt/apms-andre-virksomheder-tabte-11-mia.-kr.-i-2008>

⁴⁵ A.P. Møller Mærsk årsrapport 2010

indvindingsværdien blev opgjort til nettosalgsprisen, hvilket medførte, at al goodwill blev nedskrevet.

Novozymes foretager nedskrivninger i 2007 og 2008. Nedskrivningen i 2007 vedrører en konkret vurdering af goodwillen relateret til streptokokbaseret produktion. Nedskrivningen i 2008 specificeres ikke yderligere i årsrapporten, men det oplyses, at der er foretaget en konkret vurdering af goodwillaktivet.

TDC har foretaget nedskrivninger i 2007, 2008 og 2009, og nedskrivningen i 2007 vedrører den pengestrømsfrembringende enhed "Sunrise", hvor en regulering af den estimerede selskabsværdi, resulterede i en nedskrivning på goodwillen. I 2008 vedrører nedskrivningen goodwill i Sverige og Finland, hvilket ligeledes er i relation til "Sunrise", og det er igen denne CGU, som bliver nedskrevet i 2009. Nedskrivningen vedrørende "Sunrise" opstår ifølge en af analytikerne som følge af overvejelser om et frasalg af denne del af forretningen.

Som det fremgår af ovenstående gennemgang, er det ikke alle virksomhederne, der rapporterer lige præcist om årsagen samt den pengestrømsfrembringende enhed, hvor nedskrivningen kan henføres til. I nedskrivningstesten er der kun i 2 tilfælde benyttet nettosalgsprisen i vurderingen af nedskrivningsbehovet. For de resterende virksomheder anvendes en kapitalværdibetragtning.

3.2.2 - Sammenligning af de virksomheder, der har foretaget nedskrivninger

Som det fremgår af ovenstående specifikation, er årsagerne til nedskrivningerne forskellige fra virksomhed til virksomhed. På trods af dette vurderes det interessant at undersøge, om der er nogle fællestræk for de virksomheder, der har foretaget nedskrivninger, som kan være et forklarende element i udviklingen.

Tabel 3: Virksomhedernes andel af goodwill i forhold til aktiver i alt

Virksomheder	Andel af goodwill ud af aktiver (ultimo værdi)			
	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	1%	1%	1%	1%
Bang og Olufsen	2%	2%	2%	2%
Carlsberg	28%	34%	35%	35%
Coloplast	8%	8%	8%	9%
Danisco	33%	29%	35%	34%
Danske Bank	1%	1%	1%	1%
Genmab	0%	10%	0%	0%
Novozymes	6%	4%	4%	4%
TDC	30%	28%	29%	25%

Kilde: Egen tilvirkning

“Tabel 3: Virksomhedernes andel af goodwill i forhold til aktiver i alt” viser sammenhængen mellem andelen af goodwill i forhold til den samlede værdi af aktiver ultimo de respektive år. Den blå markering viser de år, der er foretaget nedskrivning. Som det fremgår af tabellen, er der ikke nogen direkte lighed mellem virksomhedernes andel af goodwill, da det både er virksomheder med en lav andel samt virksomheder med en højere andel. Sammenligningen viser heller ikke nogen indikation af, at virksomheder med en høj andel af goodwill har foretaget nedskrivninger over hele perioden, da eksempelvis Carlsberg på dette grundlag burde have foretaget nedskrivninger i 2008 til 2010.

Sammenlignes virksomhederne på baggrund af branche, ses der heller ingen klar tendens, da alle virksomhederne befinder sig i forskellige brancher. Det eneste fællestræk, som kan udledes af de foretagne nedskrivninger er, at for Danisco, Genmab og TDC er nedskrivningen et resultat af overvejelser om frasalg af den pågældende aktivitet. Både for Danisco og TDC fordeles nedskrivningen på den samme pengestrømsfrembringende enhed over flere regnskabsår, og den påvirker derfor resultatet i mindre omfang, end hvis hele nedskrivningen var foretaget i ét regnskabsår. Herigennem bliver den bogførte værdi af den pengestrømsfrembringende enhed formindsket, og ved et salg vil der ikke skulle indregnes et tab, såfremt aktiviteten sælges til minimum den bogførte værdi.

Ifølge IFRS 5 skal aktiver, som besiddes med henblik på salg, oplyses særskilt, såfremt der er taget endelig beslutning herom, og såfremt der er rimelig sandsynlighed for, at aktivet sælges in-

den for det næste regnskabsår⁴⁶. Goodwillen, allokeret til anlægsaktiverne bestemt for salg, skal ligeledes indgå i den samlede præsentation af "aktiver bestemt for salg". Hverken for TDC eller Danisco er aktiviteterne, som er beskrevet ovenfor, klassificeret som "aktiver bestemt for salg", og det må derfor antages, at der ikke på noget tidspunkt i den analyserede periode er taget endelig bestemmelse om, at de pengestrømsfrembringende enheder skal frasælges.

Denne observation kan illustrere en tendens til, at goodwillnedskrivninger først foretages, når ledelsen påtænker at frasælge aktiviteten. Beslutningen om at frasælge en aktivitet beror som oftest på, at aktiviteten ikke skaber værdi for virksomheden som helhed, hvorfor en nedskrivning på goodwill ikke er overraskende. Som det fremgår af "[Kapitel 2 - Definitionen af goodwill](#)", er det netop denne merværdi, som goodwillen repræsenterer, og når ledelsen ikke vurderer, at denne værdi kan opretholdes, foretages nedskrivningen. Værdien af goodwillen kan dog godt påvirkes, uden at ledelsen overvejer et frasalg. Dette er tilfældet for Danske Bank, som konstaterer dårlige markedsforhold på det irske og baltiske marked og derfor tager konsekvensen og nedskriver en del af værdien af goodwillen. Men som det fremgår af nedenstående tabel, står Danisco, Genmab og TDC for over halvdelen af periodens samlede nedskrivninger, og det er kun i 2009, at nedskrivningen hos Danske Bank overstiger de 3 andre virksomheder.

Tabel 4: Virksomhedernes andel af de samlede nedskrivninger

Virksomhedernes andel af de samlede nedskrivninger				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	0,11%	0,37%	8,88%	29,36%
Bang og Olufsen	0,00%	0,03%	0,02%	0,00%
Carlsberg	0,21%	0,00%	0,00%	0,00%
Coloplast	9,95%	0,00%	0,00%	0,00%
Danisco	0,00%	7,57%	24,62%	70,64%
Danske Bank	0,00%	38,89%	54,38%	0,00%
Genmab	0,00%	0,00%	11,10%	0,00%
Novozymes	0,77%	0,14%	0,00%	0,00%
TDC	88,96%	53,01%	1,01%	0,00%
I alt	100%	100%	100%	100%

Kilde: Egen tilvirkning

Dette forhold indikerer, at de største nedskrivninger foretages, når ledelsen overvejer at frasælge en aktivitet.

⁴⁶ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 184

3.3 - Sammenfatning

Analysen af C20 indeksets virksomheder viser, at 80 % af virksomhederne har goodwill indregnet i balancen i 2007, og denne andel stiger i 2008 til 88 %, hvorefter den forbliver uændret. Dette viser, at den regnskabsmæssige behandling af goodwill og den dertilhørende nedskrivningstest er særdeles relevant for størstedelen af de selskaber, der indgår i analysen. Den overordnede analyse af virksomhederne viser også, at den samlede værdi af goodwill er steget relativt mere end den samlede værdi af aktiverne, hvilket indikerer, at virksomhederne har foretaget virksomhedssammenslutninger i perioden, som dermed har forøget værdien af goodwill.

Gennemgangen af virksomhedernes regnskaber viser, at der i 2007 var 5 ud af 25 virksomheder, der havde foretaget nedskrivninger. I 2008 og 2009 var andelen 6 ud af 26 virksomheder og derfor en uændret andel af virksomhederne. I 2010 var det kun 2 virksomheder, som foretog nedskrivninger. Grundet de makroøkonomiske forhold, som har præget perioden, var forventningen, at antallet af nedskrivninger skulle stige, men som det fremgår af kapitlet, har dette ikke været tilfældet, og min hovedhypotese kan derfor forkastes.

Analysen af de enkelte virksomheders foretagne nedskrivninger har medført en observation af, at størstedelen af de nedskrivninger, som er foretaget, foretages i forbindelse med, at ledelsen overvejer at frasælge den pågældende pengestrømsfrembringende enhed, som nedskrivningen vedrører. Dette indikerer umiddelbart, at de foretagne nedskrivninger primært baseres på ledelsesmæssige strategiske beslutninger og dermed ikke er ligeså påvirket af finanskrisen, som først antaget. Denne indikation undersøges nærmere i de følgende kapitler. Her beskrives nedskrivningstestens enkelte bestanddele, og med afsæt i undersøgelsesenheden søges forklaringer til den konstaterede udvikling.

Kapitel 4 - Allokering af goodwill

Dette kapitel har til formål at besvare problemformuleringens tredje spørgsmål. Kapitlet indledes med en gennemgang af det teoretiske grundlag i IFRS om allokeringen af goodwill. Herefter indtages analysen af C20 indeksets virksomheder, og herigennem kobles sammenhængen mellem de foretagne nedskrivninger og allokeringen til de pengestrømsfrembringende enheder.

4.1 - Det teoretiske grundlag for allokering af goodwill

Eftersom goodwillen ikke er et identificerbart aktiv, er det ikke muligt at måle værdien af goodwillen særskilt. Derfor skal goodwillen fordeles til de pengestrømsfrembringende enheder, som værdien af goodwillen vurderes at være knyttet til. De pengestrømsfrembringende enheder defineres i IAS 36 som⁴⁷:

"Den mindste identificerbare gruppe af aktiver, der frembringer indgående pengestrømme fra fortsat anvendelse, som i al væsentlighed er uafhængig af pengestrømme fra andre aktiver eller grupper af aktiver".

Pengestrømfrembringende enheder vil efterfølgende betegnes CGU (Cash Generating Unit). Som det fremgår af definitionen, skal goodwillen allokere til grupper, som skaber uafhængige pengestrømme. Uafhængige pengestrømme karakteriseres ved, at eksempelvis produkter, som er tilknyttet én CGU, kan sælges på et aktivt marked og er ikke afhængig af komponenter eller lignende fra andre CGU'er i virksomheden. Det er ikke et krav, at produkterne skal sælges på et aktivt marked, men at der kan estimeres pengestrømme i henhold til armslængdeprincippet⁴⁸, hvilket vil indikere, at CGU'en kan generere uafhængige pengestrømme.

Specielt for goodwill opstiller standarden ydermere 2 kriterier for hvilke kvalitative egenskaber, CGU'erne skal indeholde⁴⁹:

- 1. repræsentere det laveste niveau i virksomheden, hvor ledelsen modtager ledelsesinformation*

⁴⁷ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 595

⁴⁸ Armslængdeprincippet defineres som de priser og forhold som virksomheden kan opnå som følge af samhandel med eksterne parter under markedslignende forhold.

⁴⁹ IAS 36.80

II. må ikke være større end segmentrapporteringen fastlagt efter IFRS 8

I henhold til IFRS 8 er det afgørende for fastlæggelse af et operativt segment, at segmentet leverer aktiviteter, som udgør en afgørende del af virksomhedens driftsmæssige aktiviteter⁵⁰. Det er dog ikke altid hensigtsmæssigt at allokere goodwill direkte til de operative segmenter, da goodwill jo består af synergier fra flere aktiver, og det skal derfor vurderes særskilt, om synergierne repræsenteres af det pågældende operative segment. Fra regnskabsåret startende 1. januar 2009 er der foretaget mindre ændringer i standarden for segmentrapportering (tidligere IAS 14, nu IFRS 8). I IAS 14 opstillede standarden 2 elementer, som var afgørende for fordelingen til segmenterne: *business* og *geography*. Det skulle vurderes, hvilket et af elementerne der var det primære. Det primære element ville være kendetegnet ved at være underlagt den største risiko samt være det mest profitable. Kendetegnet for det primære element i segmenteringen *business* var, at virksomheden var afhængig af produktets udvikling på markedet som helhed. Hvis virksomheden var afhængig af bestemte markeder og deres udvikling, ville *geography* være det primære element. Under IFRS 8 er der intet krav om, at virksomheden skal identificere primære og sekundære segmenter, hvilket kan resultere i en anden segmentrapportering for regnskabsåret 2009. Derudover giver IFRS 8 muligheden for, at handel inden for koncernen indgår i segmentrapporteringen, hvilket kan resultere i yderligere identificerede segmenter i 2009⁵¹.

Koblingen mellem segmentrapporteringen og goodwill allokeringen skal ses i lyset af, at virksomheden ikke skal tvinges til at allokere goodwill på et så lavt niveau, at ledelsesrapporteringen skal ændres eller omvendt, at allokeringen sker på et for højt niveau, således at én CGU omfatter hele virksomheden. IFRS 8 - operating segments - er dog ganske liberal i forhold til allokeringen af goodwill til segmenterne. Dette skyldes hensynet til, at det skal være muligt at sammenligne segmenter, som er præget af organisk vækst med hinanden samt sammenligne segmenter, som er præget af opkøb. En allokering af goodwill til segmenter, som måles på den organiske vækst, vil derfor skabe et forkeret sammenligningsgrundlag i forhold til den rapportering, som ledelsen træffer sine beslutninger på⁵². På denne baggrund vil der derfor ikke altid være sammenhæng mellem segmentrapporteringen og allokeringen af goodwill til CGU'er, men som IAS 36 kræver, må allokeringen til CGU'erne ikke ske til et højere niveau end segmentrapporteringen, hvorfor segmentrapporteringen kan anvendes som en rettesnor.

⁵⁰ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 220

⁵¹ IFRS 8 Operating Segments: Implementation Guidance, af Ernst & Young 2008

⁵² Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 228

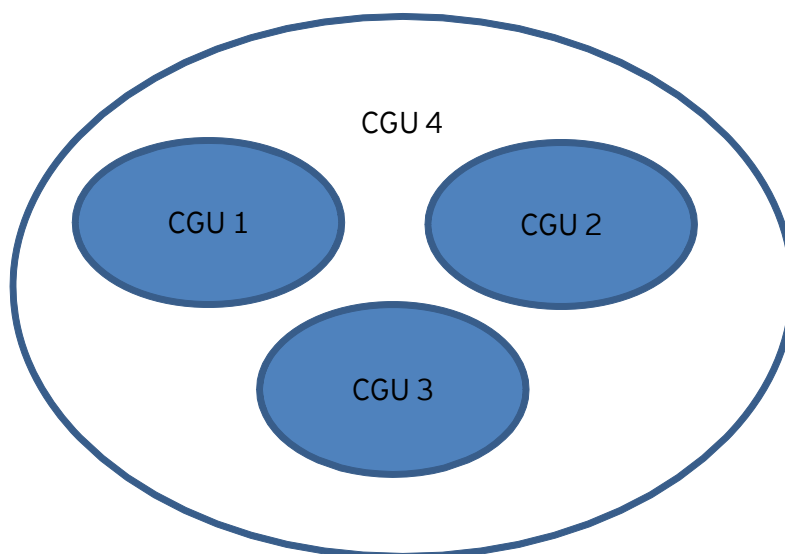
Allokeringen til rette CGU er en omfattende og kompleks opgave, men fordelingen er særdeles relevant i forbindelse med behandlingen af goodwill, og den anvendes til den efterfølgende måling af goodwillen. Såfremt goodwillen ikke bliver matchet til den/de rette CGU'er, er der risiko for, at et efterfølgende behov for nedskrivning ikke identificeres eller omvendt, at der nedskrives på et forkert grundlag. Udfordringen er dog at identificere de fremtidige forventede økonomiske fordele, som goodwillen medfører. Hvis virksomhedssammenslutningen er et resultat af et opkøb af en konkurrerende virksomhed, vil de fremtidige økonomiske fordele eksempelvis bestå af en større markedsandel. Desuden kan opkøbet medføre en monopollignende tilstand, hvorefter den opkøbende virksomhed eventuelt har mulighed for at øge prisen på produkterne. I fastlæggelsen af CGU'en skal de forventede fremtidige pengestrømme derfor defineres og dokumenteres på bedst mulig vis, og der skal være en ensretning i den måde ledelsen fastlægger andre CGU'er samt definerer pengestrømmene fremadrettet⁵³.

Goodwillfordelingen vil typisk ske på et mere overordnet niveau end andre typer af aktiver, da goodwillen, som nævnt, opstår som synergier imellem flere aktiviteter. CGU'erne, som goodwillen fordeles til, kan således godt indeholde yderligere CGU'er på et lavere niveau⁵⁴, jf. nedenstående illustration.

⁵³ IAS 36.72

⁵⁴ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 606

Figur 9: Illustration af forskellige CGU-niveauer



Kilde: Egen tilvirkning

Figuren illustrerer det forhold, at goodwill kan allokeres til CGU 4, som samtidig indeholder CGU 1, 2 og 3, hvor eksempelvis andre immaterielle aktiver er allokere til.

Såfremt allokeringen af goodwill i forbindelse med en virksomhedssammenslutning ikke kan ske før afslutningen af den førstkomende regnskabsperiode, giver IAS 36 mulighed for, at allokeringen sker ved udgangen af næste regnskabsperiode⁵⁵. Hvis dette er tilfældet, skal der oplyses om årsagen samt størrelsen af den manglende allokering. Muligheden for, at goodwill allokeringen foretages efterfølgende, indikerer, at IASB vurderer allokeringen som en kompleks opgave.

IAS 36 giver ikke yderligere vejledning i fastlæggelsen af CGU'er, og fastlæggelsen vil derfor være præget af ledelsens bedste skøn. Såfremt CGU'en indeholder pengestrømme, som anvendes internt i virksomheden, skal pengestrømmene i videst muligt omfang indeholde ledelsens estimat over priser, som kan opnås i henhold til armslængdeprincippet. Standarden indeholder som bilag eksempler, der illustrerer nogle af de overvejelser, som ledelsen skal gøre sig i forbindelse med fastlæggelsen af en CGU. Det er valgt at medtage ét af eksemplerne for at synliggøre udfordringerne.

⁵⁵ IAS 36.84

Eksempel 1: Allokering af goodwill til CGU'er

Virksomhed M producerer ét slags produkt som produceres på fabrikken A, B og C. Fabrikkerne er fordelt på hvert sit kontinent. Fabrik A producerer en komponent som benyttes i færdigvareproduktionen på fabrik B og C, hvor der er overskudskapacitet i produktionen. Varerne sælges over hele verden fra B og C og det er ligegyldigt om varer fra B's kontinent sælges på C's kontinent eller omvendt, da det er den hurtigste levering som afgør hvilken lokation varerne sælges fra. Det betyder også, at overskudskapaciteten i produktionen afhænger af fordelingen af salget imellem B og C.

Ved fastlæggelsen af CGU'erne skal der derfor tages stilling til om der er et aktivt marked for halvfabrikataene fra A. Hvis der er et aktivt marked for A, skal ledelsen på bedst mulig vis estimere fremtidige pengestrømme reguleret for interne priser, hvilket betyder at de fremtidige pengestrømme skal overholde armslængdeprincippet. Såfremt det er muligt at opgøre de fremtidige pengestrømme pålideligt, kan fabrik A kvalificeres til en CGU. Fabrik B og C har dog ikke uafhængige pengestrømme og vil tilsammen udgøre den mindste enhed og derfor kvalificere som en CGU.

Hvis der ikke er et aktivt marked for fabrik A's produkter, vil denne heller ikke have uafhængige pengestrømme og den mindste enhed som kan opgøres, vil derfor være fabrikkerne samlet under én fælles CGU.

Kilde: Illustrative examples of IAS 36, example C

En måde, hvorpå goodwillen kan allokeres, er at sammenligne den estimerede genindvindingsværdi af CGU'en før virksomhedssammenslutningen med den forventede genindvindingsværdi af CGU'en efter virksomhedssammenslutningen. Goodwillen fordeles herefter pro rata med den andel af den samlede forventede værdistigning, som den enkelte CGU repræsenterer. Dette kan illustreres ved nedenstående eksempel:

Eksempel 2: Allokering af goodwill

Virksomhed A har overtaget virksomhed X. Goodwill i forbindelse med virksomhedssammenslutningen udgør 300. Virksomhed A har identificeret 3 CGU'er (CGU A, CGU B og CGU C) på det laveste niveau. Baseret på fremtidige pengestrømme, har virksomhed A fastlagt værdien af CGU'er før og efter virksomhedssammenslutningen således:			
	CGU A	CGU B	CGU C
Værdi før virksomhedssammenslutningen	600	300	400
Værdi efter virksomhedssammenslutningen	750	420	630
Værdistigning (I alt 500)	150	120	230
Procentvis værdistigning	150/500 = 30%	120/500 = 24 %	230/500 = 46 %
Goodwill allokering	300 x 30 % = 90	300 x 24 % = 72	300 x 46 % = 138
Kilde: Egen tilvirkning			

Som det er nævnt tidligere, skal der være konsistens imellem CGU'erne fra år til år. Lige såvel som der foretages virksomhedssammenslutninger, foretages der frasalg af aktiviteter eller dele

af aktiviteter. Ved frasalg skal der ske en reallokering af goodwill på de omfattede CGU'er. Goodwill, allokeret til den CGU eller del af CGU, som frasælges, skal indgå i den frasolgte aktivitetens bogførte værdi ved opgørelse af fortjeneste eller tab. Værdien af goodwill, som skal henføres til salget, opgøres på baggrund af den relative værdi af det frasolgte i forhold til resten af CGU'en eller gruppen af CGU'er⁵⁶. Standarden nævner dog ikke hvilken værdi, den relative andel skal måles til, men det antages at være den opgjorte dagsværdi og ikke de regnskabsmæssige værdier⁵⁷.

Det er vigtigt at holde for øje, at fastlæggelsen af CGU'er ikke er en permanent tilstand, men at allokeringen skal følge de pengestrømme, som bliver genereret. Det betyder, at ledelsen løbende skal vurdere, om de pågældende aktiver og goodwill, som er knyttet til CGU'en, repræsenterer de pengestrømme, som CGU'en skaber. Reallokeringen skal ske på samme måde som ved frasalg af aktiviteter, jf. ovenfor, og den tager dermed udgangspunkt i CGU'ens relative dagsværdier.

Reallokeringen skal dog ikke altid udføres med udgangspunkt i de relative dagsværdier, såfremt det kan godtgøres, at goodwillen kun knytter sig til én bestemt CGU. Der kan så stilles spørgsmålstegn ved, om allokeringen af goodwillen i første omgang var korrekt.

I forbindelse med nedskrivningstesten skal virksomheden oplyse om allokeringen af goodwill til de enkelte CGU'er⁵⁸.

4.2 - Udfordringer i forbindelse med allokeringen af goodwill

I forbindelse med, at de danske virksomheder, som er optaget til handel på et reguleret marked, fra 1. januar 2005 overgik fra at aflægge regnskab efter Årsregnskabsloven til IFRS, har Carsten Krogholt Hansen, Christian Petersen og Thomas Plenborg⁵⁹ foretaget en undersøgelse af de danske virksomheders håndtering af nedskrivningstesten⁶⁰. Undersøgelsen tager udgangspunkt i danske børsnoterede virksomheder, og der indgår i alt 62 virksomheder i undersøgelsen. Af de 62 virksomheder er der 15 virksomheder, der angiver, at CGU niveauet svarer til deres segmentrapportering, og 36 virksomheder angiver, at antallet af CGU'er overstiger segmentrapporterin-

⁵⁶ IAS 36.86

⁵⁷ Impairment testing: Practical issues

⁵⁸ IAS 36.134

⁵⁹ Alle lektorer på CBS

⁶⁰ Danske erfaringer med værdiforringelsestest

gen. Undersøgelsen viser, at der er ganske stor spredning mellem antallet af CGU'er, hvilket vanskeliggør sammenligninger på tværs af virksomhederne.

Undersøgelsen fastlægger, at 20 af de 62 deltagende virksomheder ikke allokerer goodwill til lavere end koncernniveau, og ud af de 20 virksomheder er der 12 virksomheder, som slet ikke foretager nedskrivningstesten. For de 12 virksomheder eksisterer derfor en risiko for, at et nedskrivningsbehov ikke identificeres og den manglende nedskrivningstest er i strid med IAS 36.

Undersøgelsen viser dermed, at næsten 1/3 af virksomhederne allokerer goodwillen på koncernniveau, og det kan betvivles om denne allokering svarer til IAS 36's anbefaling om at allokere goodwillen til det laveste niveau i ledelsesrapporteringen. Undersøgelsen er fra regnskabsåret 2005, og om resultaterne kan henføres til nærværende afhandlings tidsperiode kan godt betvivles, eftersom virksomhederne har haft nogle år til at efterleve kravene i IFRS. Dog giver resultaterne et grundlag for at vurdere virksomhedernes nuværende allokering.

4.3 - C20 indeksets virksomheders anvendelse af pengestrømsfrembringende enheder

Analysen tager udgangspunkt i de oplysninger, som virksomhedernes regnskaber indeholder. I denne del af analysen er D/S Norden og Sydbank udelukket, da virksomhederne, som tidligere nævnt, ikke har indregnet goodwill i perioden. Allokeringen af goodwill til CGU'er bliver for de fleste virksomheder oplyst i noten til immaterielle aktiver eller noten til nedskrivningstesten. For de virksomheder, hvor oplysningen ikke er givet i én af de to noter, er der taget udgangspunkt i virksomhedens segmentoplysninger, da allokeringen, som tidligere nævnt, ikke må overstige segmentrapporteringsniveauet. For de virksomheder, hvor der ikke gives segmentoplysninger, er antallet af CGU'er betegnet som N/A i indeværende analyse. Nedenstående tabel viser analysens datagrundlag.

Tabel 5: Virksomhedernes antal af CGU'er

Virksomhedernes antal af CGU'er				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	4	4	6	6
Bang og Olufsen	3	3	3	3
Carlsberg	5	4	3	3
Chr. Hansen Holdig	N/A	N/A	2	2
Coloplast	1	3	3	4
Danisco	2	2	5	3
Danske Bank	8	8	8	6
DSV	3	3	3	3
FLSmidth & co.	3	3	3	3
Genmab	N/A	1	1	N/A
GN Store Nord	4	4	4	4
H. Lundbeck	3	3	3	1
Jyske Bank	N/A	N/A	N/A	N/A
NKT Holding	2	3	3	3
Nordea	N/A	3	3	3
Novo Nordisk	4	4	4	4
Novozymes	2	2	3	3
Pandora	N/A	3	3	5
TDC	2	1	4	3
Topdanmark	1	1	1	1
Torm	1	1	1	1
Tryg	N/A	N/A	2	2
Vestas Wind systems	3	3	3	3
William Demant Holding	1	1	1	1
I alt	52	60	72	67

Kilde: Egen tilvirkning

Chr. Hansen Holding aflægges i 2007 til 2009 regnskab som regnskabsklasse C virksomhed, hvilket medfører, at der ikke oplyses om antallet af CGU'er eller segmentrapportering. Genmab har, som tidligere nævnt, ingen goodwill i 2007 og 2010, hvorfor der ikke gives oplysninger om CGU'er i de år. For Jyske Bank vedrører den indregnede goodwill erhvervelsen af Berbens Effectenkantoor, og der gives ikke oplysninger om allokeringen til CGU niveau. Det fremgår heller ikke af segmentrapporteringen, hvor goodwillen er allokert til, hvorfor CGU'en betegnes som N/A. Nordea har ikke indregnet goodwill i 2007, hvorfor der ikke gives oplysninger om allokering til CGU'er. Pandora indgår ikke i analysen i 2007, og Tryg indregner først goodwill fra 2008, jf. "Kapitel 3 - Undersøgelse af udviklingen i de foretagne nedskrivninger".

Som det fremgår af "Tabel 5: Virksomhedernes antal af CGU'er", har eksempelvis A.P. Møller Mærsk, Carlsberg, Danisco og TDC ændret antallet af CGU'er fra regnskabsåret 2009, hvilket i regnskaberne forklares ud fra en ændret segmentrapportering, jf. ændringen fra IAS 14 til IFRS 8.

For at opnå et bedre overblik over antallet af CGU'er, som virksomhederne anvender, er nedenstående tabel udarbejdet.

Tabel 6: Selskabernes antal af CGU'er i perioden 2007 - 2010

Antal af selskaber								
Antal af CGU'er	2007	Andel	2008	Andel	2009	Andel	2010	Andel
1	4	17%	5	21%	4	17%	4	17%
2	4	17%	2	8%	2	8%	2	8%
3	5	21%	9	38%	11	46%	10	42%
4	3	13%	4	17%	3	13%	3	13%
5	1	4%	0	0%	1	4%	1	4%
6	0	0%	0	0%	1	4%	2	8%
7	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
8	1	4%	1	4%	1	4%	0	0%
N/A	6	25%	3	13%	1	4%	2	8%
I alt	24	100%	24	100%	24	100%	24	100%
CGU'er i alt	52		60		72		67	
Gennemsnit	2,17		2,50		3,00		2,79	

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen, er det gennemsnitlige antal CGU'er relativt stabilt hen over perioden. Der er dermed ingen indikation af, at virksomhederne får større fokus på at allokere goodwill til et højere antal af CGU'er i løbet af perioden. Ændringen i segmentrapporteringen har derfor ikke medført, at goodwillen nødvendigvis allokeres til et højere antal af CGU'er.

Som tabellen viser, er anvendelsen af 3 CGU'er den fordeling, som størstedelen af virksomhederne benytter. Det er dog ikke muligt at sige noget generelt om antallet af CGU'er, da allokeringen er virksomhedsspecifik og baseret på de virksomhedssammenslutninger, de enkelte virksomheder har foretaget tidligere. Anvendelsen af 1 CGU er stabil over hele perioden, hvor 4 til 5 virksomheder kun allokerer goodwill til 1 CGU. For størstedelen af tilfældene skyldes dette, at goodwillen kun relaterer sig til én virksomhedssammenslutning, men for William Demant fremgår det af regnskabsnoten, at hele koncernen bliver anset som én CGU. William Demant har ikke foretaget nedskrivninger i perioden, jf. "Kapitel 3 - Undersøgelse af udviklingen i de foretagne nedskrivninger", og ses der på goodwillens andel af de samlede aktiver, udgør denne en relativ

stor andel sammenlignet med den gennemsnitlige andel, som beskrevet i kapitel 3, jf. nedenstående tabel⁶¹.

Tabel 7: Specifikation af William Demants goodwill i forhold til aktiverne

William Demant Holding				
Goodwill i alt	223.000.000	400.100.000	785.600.000	1.660.500.000
Aktiver i alt	3.726.000.000	3.926.000.000	4.626.000.000	6.786.000.000
Nedskrivninger	0	0	0	0
Goodwill andel af totale aktiver	6%	10%	17%	24%

Kilde: Egen tilvirkning

Dette forhold gør det interessant at se på, om der er en sammenhæng mellem antallet af CGU'er for de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger i perioden. Umiddelbart kan der opstilles en forventning om, at virksomheder med højere antal af CGU'er i større omfang vil foretage nedskrivninger. Denne forventning opstår som følge af, at jo flere CGU'er, goodwillen er allokeret til, des mindre spænd forventes der at ville være mellem den bogførte værdi og kapitalværdien, og derigennem vil den enkelte CGU i højere grad blive påvirket af ændringerne til de forventede fremtidige pengestrømme.

Nedenstående tabel viser de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger og deres respektive antal af CGU'er de enkelte år. De år, hvor der er foretaget nedskrivninger, er markeret med blå.

Tabel 8: Antal af CGU'er for de virksomheder som har foretaget nedskrivninger

Antal af CGU'er for de virksomheder som har foretaget nedskrivninger				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	4	4	6	6
Bang og Olufsen	3	3	3	3
Carlsberg	5	4	3	3
Coloplast	1	3	3	4
Danisco	2	2	5	3
Danske Bank	8	8	8	6
Genmab	N/A	1	1	N/A
Novozymes	2	2	3	3
TDC	2	1	4	3
Gennemsnit	3,00	3,11	4,00	3,44

Kilde: Egen tilvirkning

⁶¹ I kapitel 3, fremgår det at den gennemsnitlige andel for alle virksomhederne ligger imellem 1,84 % til 2,32 %

Det gennemsnitlige antal af CGU'er ligger højere alle årene end for det gennemsnitlige antal for alle C20 virksomhederne, jf. "Tabel 6: Selskabernes antal af CGU'er i perioden 2007 - 2010". Gennemsnittet trækkes primært op af Danske Bank, som har analysens højeste antal af CGU'er. Der ses dog ingen generel tendens for, at de år, hvor antallet af CGU'er er højere, foretages der nedskrivninger, da eksempelvis Novozymes foretager nedskrivninger i 2007 og 2008, hvor antallet af CGU'er er mindre end de efterfølgende år.

I forbindelse med de interviews, jeg har foretaget, har jeg spurgt til, hvorledes analytikerne vurderer virksomhedernes evne til at allokere goodwillen ud til de rette CGU'er. I alle interviewene har det været analytikernes overbevisning, at goodwillen ikke bliver allokeret korrekt og detaljeret nok. Dette er i overensstemmelse med undersøgelsen, foretaget af Carsten Krogholt Hansen, Christian Petersen og Thomas Plenborg, hvor 1/3 af virksomhederne allokerede goodwill på koncernniveauet.

Én af analytikerne mener, at virksomhederne generelt ikke er gode nok til at give oplysninger i forbindelse med en virksomhedssammenslutning, hvilket medfører, at det er udfordrende for analytikerne at vurdere allokeringen og efterfølgende vurdere værdien af goodwillen. Han påpeger, at der næsten altid vil være dele af en virksomhedssammenslutning, som ikke udvikler sig som forventet, og hvis allokeringen af goodwillen var sket mere detaljeret, var der en større mulighed for, at nedskrivningstesten resulterede i nedskrivninger efterfølgende. Dette er omvendt en risiko, som det vurderes, at ledelsen ikke er interesseret i, hvilket derfor synliggør et incitament for ledelsen til at allokere goodwillen på et så højt niveau som muligt. Herigennem kan et eventuelt nedskrivningsbehov på én del af virksomhedens aktivitet opvejes af positive resultater på en anden del. Analytikeren beskriver derfor den overordnede allokering som "en kattelerm", som kan være én af de væsentligste årsager til, at nedskrivninger i perioden har været relativt begrænsede.

Denne generelle opfattelse af, at virksomhederne ikke allokerer goodwillen detaljeret nok, forsvares omvendt ved, at allokeringen er tidskrævende, og den efterfølgende estimering af de fremtidige pengestrømme bliver mere omfattende, end hvis allokeringen sker på et højere niveau. Ligeledes bliver de fremtidige pengestrømme underlagt en større usikkerhed og risiko, da det er vanskeligt for ledelsen at fastlægge pengestrømmene helt præcist på de mindre enheder. Eftersom IAS 36 ikke giver nogen direkte vejledning eller sætter yderligere specifikke krav til al-

lokeringen, andet end at CGU'erne ikke må være på et højere niveau end segmentrapporteringen, har ledelsen relativt frie hænder i allokeringprocessen.

4.4 - Sammenfatning

IAS 36 indeholder retningslinjer for, at goodwill skal allokere til den mindste identificerbare gruppe af aktiver, som skaber uafhængige pengestrømme. CGU'erne skal identificeres på det laveste niveau for ledelsesrapporteringen og må ikke overstige segmentrapporteringen. I forbindelse med reallokering eller frasalg af en aktivitet skal reallokeringen ske på baggrund af de relative dagsværdier af CGU'en. I analysen af C20 indeksets virksomheder fremgår det, at allokeringen i gennemsnit sker til 2,5 og 3 CGU'er.

Analysen viser, at der ikke er nogen klar sammenhæng mellem antallet af CGU'er og foretagne nedskrivninger, og forventningen om, at virksomheder med et højt antal af CGU'er ville have foretaget flere nedskrivninger, bliver kun delvist bekræftet i analysen. Dette sker ved, at de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger i perioden, gennemsnitlig opererer med flere CGU'er end gennemsnittet for alle virksomhederne. Men ses der på de enkelte år og de enkelte virksomheder, er der ingen indikation af, at de år, hvor antallet af CGU'er er højt, også er de år, hvor der foretages nedskrivninger.

Igennem de foretagne interviews har jeg opnået en forståelse af, at virksomhederne generelt ikke allokere goodwillen til et lavt nok niveau, hvilket medfører, at nedskrivningstesten vil afdække en nettobetragtning af de forskellige aktiviteter. Dette er i overensstemmelse med undersøgelsen fra 2005 af danske børsnoterede selskaber, og det vurderes at være én af årsagerne til, at min hovedhypotese om stigende antal nedskrivninger forkastes.

Kapitel 5 - Opgørelse af genindvindingsværdien

Dette kapitel har til formål at besvare problemformuleringens fjerde spørgsmål, og for at kunne besvare spørgsmålet indledes kapitlet med en gennemgang af det teoretiske grundlag af opgørelsen af genindvindingsværdien i IFRS. Det teoretiske grundlag skal danne udgangspunkt for analysen af C20 indeksets virksomheder og herigennem søge en forklaring på udviklingen i de foretagne nedskrivninger.

5.1 - Det teoretiske grundlag for opgørelse af genindvindingsværdien

Som beskrevet i "Kapitel 2 - Definitionen af goodwill", består nedskrivningstesten af en undersøgelse af, om genindvindingsværdien af CGU'en overstiger den bogførte værdi. Såfremt genindvindingsværdien overstiger den bogførte værdi, kræver IAS 36, at der foretages en nedskrivning af den bogførte værdi til genindvindingsværdien. Genindvindingsværdien bliver defineret i henhold til IAS 36 som⁶²:

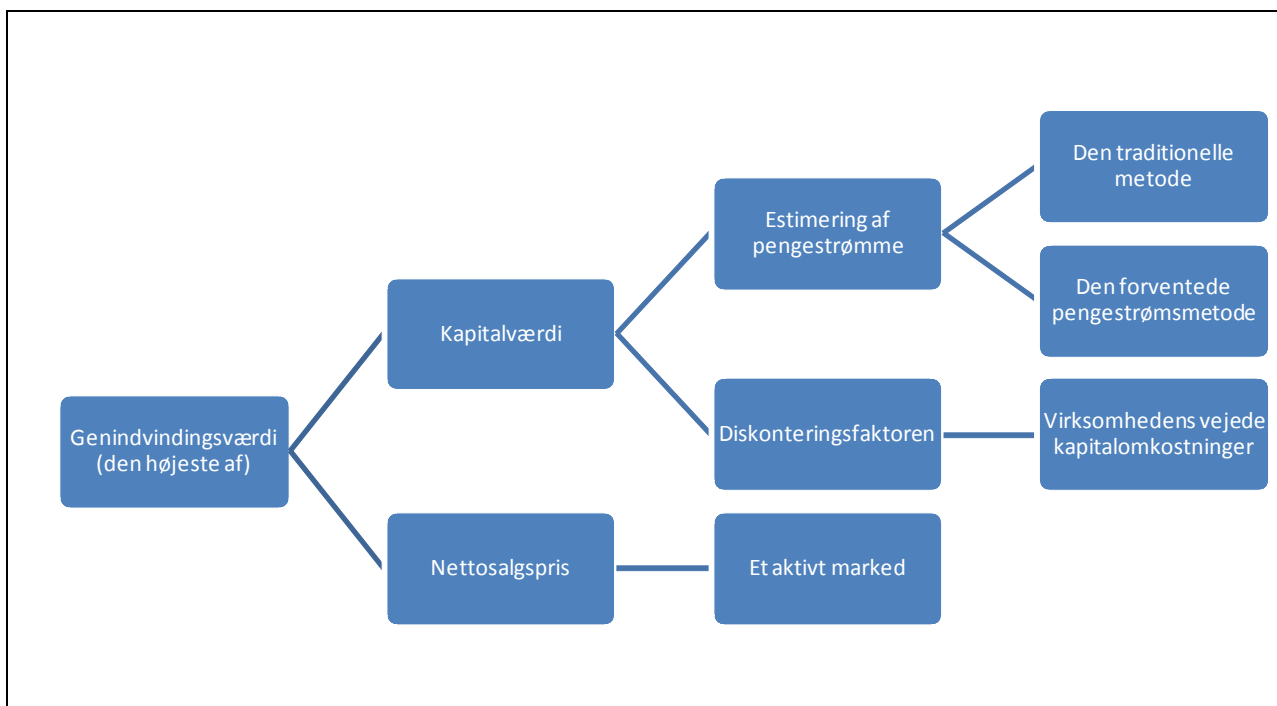
"The higher of the cash generating unit's fair value less costs to sell and its value in use".

The fair value less costs to sell betegnes efterfølgende som nettosalgsprisen, og det er den pris, som kan opnås ved salg af et aktiv mellem kvalificerede, villige og indbyrdes uafhængige parter med fradrag af afhændelsesomkostninger. Afhændelsesomkostninger er de omkostninger, som direkte knytter sig til afhændelsen af aktivet på nær finansieringsomkostninger og skatteomkostninger. *Value in use* defineres som værdien af fortsat anvendelse af aktivet, hvilket i praksis betegnes kapitalværdien af aktivet Denne opgøres som nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme⁶³. Elementerne, forbundet med opgørelsen af genindvindingsværdien, kan illustreres i henhold til nedenstående figur.

⁶² IAS 36.74

⁶³ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 595

Figur 10: Illustration af elementerne forbundet med opgørelse af genindvindingsværdien



Kilde: Egen tilvirkning

5.1.1 - Nettosalgsprisen

Det er ikke nødvendigt at opgøre både en nettosalgspris samt kapitalværdi, såfremt nettosalgsprisen overstiger den bogførte værdi, da genindvindingsværdien herved vil være højere end den bogførte værdi. En pålidelig opgørelse af nettosalgsprisen kræver dog, at der er et aktivt marked for aktivet, hvorved opgørelsen af nettosalgsprisen kan tage udgangspunkt i de på markedet seneste angivne købstilbud på tilsvarende aktiv. En anden mulighed for at opgøre nettosalgsprisen foreligger, hvis virksomheden har modtaget et konkret købstilbud på aktivet. Den praktiske problemstilling med opgørelsen af nettosalgsprisen opstår ofte i forbindelse med immaterielle aktiver og goodwill, da der ikke eksisterer et aktivt marked, samt at der sjældent foreligger et konkret købstilbud. Et aktivt marked defineres ifølge IAS 36 som et marked, hvor følgende forhold er til stede⁶⁴:

- I. Produkterne på markedet skal være homogene
- II. Villige købere og sælgere skal være til stede
- III. Priser skal være offentlige tilgængelige

⁶⁴ IAS 36.6

Såfremt der tages udgangspunkt i de seneste købstilbud på tilsvarende aktiver eller CGU'er, skal det vurderes, hvorvidt CGU'en opfylder kravet om homogenitet. CGU'en vil være underlagt en virksomhedsspecifik risiko, strategi, ledelse mv., hvilket indikerer, at det ofte er umuligt at anvende denne opgørelse af nettosalgsprisen på goodwill. Nettosalgsprisen for goodwill skal tage udgangspunkt i hele CGU'en, som goodwillen er tilknyttet, og opgørelsen vil derfor være påvirket af, hvor højt et niveau i virksomhedens CGU'en er defineret. Hvis der tages udgangspunkt i "Eksempel 1: Allokering af goodwill til CGU'er", skal der estimeres en nettosalgspris for fabrik A, B og C (såfremt der ikke er et aktivt marked for fabrik A's produkter), hvilket sandsynligvis vil kræve, at der foreligger et eksisterende købstilbud på fabrikkerne. Ydermere giver standarden ikke vejledning i, hvad der forstås med kvalificerede, villige og indbyrdes uafhængige parter, og det må forstås således, at vurderingen af disse parametre i høj grad hviler på ledelsens skøns-mæssige vurdering. På den baggrund er virksomheden ofte nødt til at anvende kapitalværdien som genindvindingsværdien.

På et mere overordnet niveau giver standarden mulighed for at vurdere nettosalgsprisen på baggrund af en sammenligning af hele virksomhedens værdi i forhold til sammenlignende virksomhedshandler. Anvendes denne model, foretages en beregning af virksomhedens værdi ved tilbagediskontering af alle virksomhedens forventede fremtidige pengestrømme. Til forskel fra opgørelsen af de forventede fremtidige pengestrømme til brug for kapitalværdiberegningen, jf. nedenfor, skal pengestrømmene være inklusiv fremtidige investeringer eller omstruktureringer, da det formodes, at en eventuel køber vil inkludere sådanne fremtidige disponeringer i værdiansættelsen⁶⁵. Metoden vurderes dog kun at være at foretrække, såfremt virksomhedens immaterielle aktiver og goodwill udgør en uvæsentlig andel af virksomhedens samlede aktiver, og at der eksisterer sammenlignende virksomhedshandler på tidspunktet for nedskrivningstesten.

5.1.2 - Kapitalværdiberegning

Som ovenfor nævnt, tager kapitalværdiberegningen udgangspunkt i nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme, som goodwillen skaber. Beregningen sammensættes af forskellige virksomhedsspecifikke parametre, som hver især medfører en usikkerhed, da parametrene ikke er direkte observerbare på markedet. Standarden oplister følgende faktorer, som kapitalværdiberegningen skal reflektere⁶⁶:

⁶⁵ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 608

⁶⁶ IAS 36.30

- a) De estimerede fremtidige pengestrømme, som CGU'en forventes at skabe
- b) Forventninger til mulige variationer af størrelsen samt tidsperspektiv til de fremtidige pengestrømme
- c) *The time value in money*, repræsenteret ved den risikofrie rente
- d) Den iboende risiko⁶⁷ tilknyttet CGU'en
- e) Andre faktorer, som eksterne parter vil medtage i værdiansættelsen af CGU'en, eksempelvis illikviditet

Punkterne b), d) og e) skal reguleres enten i de fremtidige pengestrømme eller i diskonteringsrenten, således at beregningen af kapitalværdien tager højde for disse faktorer. Beregningen er i standarden opdelt i to steps, hvor første step er at fastlægge de estimerede fremtidige pengestrømme, og andet step er at fastlægge diskonteringsrenten. Nedenstående afsnit vil behandle standardens retningslinjer for estimering af fremtidige pengestrømme.

Standarden ligger op til, at der anvendes en tilbagediskonterende cash flow model (DCF-modellen) i beregningen af kapitalværdien, jf. det omtalte eksempel senere i afsnittet. En undersøgelse foretaget af danske børsnoterede virksomheders anvendelse af nedskrivningstesten fra 2005 viser, at 56 ud af 57 virksomheder anvender DCF-modellen⁶⁸.

5.1.2.1 - Estimering af fremtidige pengestrømme

Estimeringen af de fremtidige pengestrømme skal tage udgangspunkt i virksomhedens budgetter og prognoser for de forventede ind- og udbetalinger, som brugen af CGU'en forventes at skabe. Budgetterne og prognoserne skal være veldokumenterede, og ledelsen skal kunne argumentere for sammenhængen mellem historiske og fremtidige pengestrømme. Foruden de fremtidige pengestrømme indgår CGU'ens eventuelle residualværdi ved udgangen af den forventede brugsperiode. Budgettet skal repræsentere pengestrømmene fra brugen af CGU'en, og den interne rapportering skal således tilpasses, så pengestrømmene kan adskilles og henføres til de rette CGU'er.

Standarden foreskriver, at *indgående* pengestrømme skal afspejle brugen af CGU'en i den nuværende stand, hvilket betyder, at fremtidig øget performance som følge af forbedringer og restruktureringer skal udelukkes fra de fremtidige *indgående* pengestrømme⁶⁹. I forlængelse heraf

⁶⁷ Den iboende risiko er et udtryk for den risiko der knytter sig til aktivet uafhængig af det miljø og tilstand aktivet befinder sig i

⁶⁸ Danske erfaringer med værdiforringelsestests

⁶⁹ IAS 36.33

skal fremtidige *udgående* pengestrømme, som sikrer vedligeholdelse af *indgående* pengestrømme, indgå i estimeringen af fremtidige pengestrømme. *Udgående* pengestrømme til brug for omstruktureringer må først indgå i de fremtidige pengestrømme på det tidspunkt, hvor virksomheden har forpligtet sig til at gennemføre omstruktureringen i henhold til IAS 37. Den praktiske problemstilling opstår når en del af aktiverne i CGU'en skal vedligeholdes, og andre eventuelt skal udskiftes. Der er det ledelsens opgave at adskille de forventede pengestrømme fra hinanden, således at CGU'ens samlede pengestrømme kun indeholder pengestrømme, som skabes af aktivernes nuværende stand.

I kraft af den finansielle krise har der været fokus på ledelsens evne til at estimere fremtidige pengestrømme, og i estimeringen skal indgå en strategisk analyse, som understøtter den markedsudvikling, som budgetterne er baseret på. Ledelsen skal argumentere for de forudsætninger, der ligger til grund for vurderingen, og ifølge standarden tillægges eksterne informationer og vurderinger størst værdi. Det antages, at estimeringen af de fremtidige pengestrømme vil være påvirket af finanskrisen og derfor nedjusteret og tilpasset de aktuelle markedsforhold. Desuden skal estimeringen af de fremtidige pengestrømme være uafhængig af aktivets eller CGU'ens finansiering, da diskonteringsfaktoren indeholder dette i elementet "the time value in money", jf. næste kapitel.

Standarden anbefaler en budgetperiode på 5 år, da en længere periode vil skabe en større usikkerhed til estimeringen af pengestrømmene⁷⁰. Efter perioden på 5 år anvendes en fastlagt vækstfaktor, som ekstrapolerer det seneste budgetår. Brugen af vækstfaktoren er i overensstemmelse med, at netop goodwill er defineret ved ikke at have nogen bestemt levetid. Såfremt der kan argumenteres for en længere budgetperiode end 5 år, giver standarden mulighed for at anvende et længere tidsperspektiv. Dette kan eksempelvis være tilfælde, såfremt goodwillen knytter sig til en CGU med et immaterielt aktiv indgået ved kontrakt, hvor pengestrømmene er kendt de næste 7 år frem i tiden (da kontrakten løber de næste 7 år), men ledelsen vurderer, at der er god mulighed for at forlænge kontrakten efterfølgende og derfor har klassificeret det immaterielle aktiv som et immaterielt aktiv med ubestemmelig levetid. Budgetperioden skal udtrykke en normaliseret tilstand for CGU'en, og det har derfor været diskuteret, om en budgetperiode på 5 år under finanskrisen var realistisk, da pengestrømmene i år 5 ikke med sikkerhed

⁷⁰ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 602

kunne siges at være på et stabilt niveau. For de virksomheder, hvor indtjeningen blev stærkt påvirket af finanskrisen, anbefales det derfor at udvide budgetperioden⁷¹.

Som nævnt ovenfor, skal pengestrømmene efter budgetperioden tillægges en vækstfaktor, og der beregnes derfor en terminalværdi for de pengestrømme, som ligger uden for budgetperioden. Terminalværdien udtrykker således de normaliserede pengestrømme tillagt en vækstfaktor, som afspejler den generelle vækst i samfundet og for virksomheden. Værdien bliver tilbagediskonteret svarende til tidspunktet for nedskrivningstesten. Terminalværdien opgøres ud fra nedenstående formel⁷²:

Ligning 1: Opgørelse af terminalværdi

$$\text{Terminalværdi} = \frac{\text{Pengestrømme}}{\text{Wacc} - g}$$

Kilde: Gennemførelse af nedskrivningstest: Konsekvenser af finanskrisen

hvor g er vækstraten, og WACC er virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger, jf. senere behandling af WACC'en. Terminalværdien vil ofte udgøre en væsentlig andel af den samlede kapitalværdi, og vækstraten skal derfor være et realistisk bud på væksten i pengestrømmene efter budgetperioden. Det betyder, at vækstraten ikke må overstige den langsigtede inflationsrate, da det ikke er realistisk at forvente, at væksten i virksomhedens pengestrømme vil overstige den generelle vækst i samfundet. Forventer virksomheden en negativ vækst, vil det ofte symbolisere et begrænset brug af CGU'en, og den negative forventning bør derfor afspejles i budgetperiodens længde og ikke i vækstraten.

De fremtidige pengestrømme kan tage højde for et estimat af den generelle inflation. Hvis ikke pengestrømmene reguleres for det, skal diskonteringsfaktoren tage højde for dette element. Desuden skal pengestrømmene opgøres før finansieringsomkostninger og før skat⁷³.

⁷¹ Gennemførelse af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen

⁷² Gennemførelse af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen

⁷³ Årsrapport efter internationale standarder - fra dansk praksis til IFRS, side 601

Standarden opstiller to modeller til estimering af de fremtidige pengestrømme: Den traditionelle metode og den forventede pengestrømsmetode⁷⁴.

Den traditionelle metode indarbejder ikke risici i de forventede fremtidige pengestrømme, men lader diskonteringsfaktoren regulere herfor. Dermed forudsættes det, at diskonteringsfaktoren kan indeholde alle de forventninger, og den kan regulere alle de risici, som pengestrømmene er forbundet med. Modellen forudsætter en analyse af den pågældende CGU sammenholdt med mindst én tilsvarende CGU, som genererer pengestrømme med identiske karakteristika og som kan observeres på markedet. Diskonteringsrenten til brug for vurdering af det pågældende aktiv eller CGU kan igennem analysen direkte hentes fra den sammenlignende CGU på markedet.

I den virkelige verden er det dog ofte næsten umuligt at finde tilsvarende CGU'er på markedet, hvorfor den traditionelle metode har sine naturlige anvendelsesbegrænsninger i forhold til nedskrivningstest på goodwill.

Den forventede pengestrømsmetode indbygger forventninger og risici i estimeringen af pengestrømme ved at udregne et vægtet gennemsnit for samtlige forventede udfald. Det betyder, at der skal udarbejdes forskellige forventede pengestrømme og knyttes en sandsynlighed til. Modellen kræver herigennem, at ledelsen tager aktivt stilling til de fremtidige pengestrømme og hvilke risici, der er forbundet med den fremtidige udvikling. Dette kan være en ressourcekrævende opgave, og den skal afvejes i forhold til en cost-benefit vurdering.

Når de fremtidige pengestrømme er fastlagt, skal virksomheden anvende en diskonteringsmodel, og standarden indeholder et illustrativt eksempel, som viser, hvordan de fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres efter den tilbagediskonterede cash flow model⁷⁵. I standardens eksempel beregnes kapitalværdien med en 5-årig budgetperiode samt en begrænset terminalperiode, således at tidsperspektivet svarer til CGU'ens identificerede nettoaktivers levetid på 12 år. Standarden indeholder derudover ingen oplysninger om, hvor lang terminalperioden skal være, men det må antages, at den bliver påvirket af de øvrige identificerede nettoaktivers forventede levetid i CGU'en.

Når CGU'ens genindvindingsværdi er beregnet, skal denne sammenlignes med den bogførte værdi af CGU'en. I sammenligningen skal der tages højde for de elementer, som indgår i penge-

⁷⁴ IAS 36, Appendix A4 - A14

⁷⁵ IAS 36, Illustrative examples, example 2

strømmene i bestemmelsen af CGU'en genindvindingsværdi. Det betyder, at såfremt pengestrømmene indeholder indbetalinger fra debitorer, skal sammenligningen med den bogførte værdi også indeholde de pågældende tilgodehavender fra debitorer⁷⁶.

5.2 - Oplysninger i årsrapporten

Årsrapporten skal indeholde oplysninger om de forudsætninger, som ligger til grund for beregningen af genindvindingsværdien for hver CGU, såfremt den bogførte værdi af den enkelte CGU er væsentlig i forhold til den samlede bogførte værdi af virksomhedens goodwill⁷⁷. Standarden indeholder krav til, at der skal oplyses om den bogførte værdi af hver CGU samt grundlaget for genindvindingsværdien (nettosalgsprisen eller kapitalværdien). Hvis genindvindingsværdien er opgjort på baggrund af kapitalværdien, skal årsrapporten indeholde oplysninger om hvilke forudsætninger, som pengestrømmene er baseret på, vækstraten samt budgetperioden. Hvis budgetperioden overstiger 5 år, skal der argumenteres for, at en længere budgetperiode er anvendt samt hvilken diskonteringsfaktor, der er anvendt. Hvis genindvindingsværdien baseres på nettosalgsprisen, skal oplysninger om de grundlæggende forudsætninger for opgørelsen ligeledes indeholdes i årsrapporten.

Desuden skal der gives oplysninger om følsomhedsberegninger, såfremt der eksisterer en mulighed for, at en ændring i de grundlæggende forudsætninger medfører et nedskrivningsbehov.

5.3 - Analyse af C20 indeksets virksomheders estimering af de fremtidige pengestrømme

Analysen af virksomhedernes estimering af de fremtidige pengestrømme indeholder i sagens natur ikke de virksomheder, som ikke har indregnet goodwill i balancen. Analysen tager derfor udgangspunkt i 24 virksomheder. Størstedelen af de analyserede virksomheder anvender kapitalværdien som grundlag for opgørelsen af genindvindingsværdi. I de gennemgåede regnskaber er det kun Danisco, som medtager et købstilbud i vurderingen i 2008 samt Genmab, som frasælger produktionsfaciliteten i 2009, hvorfor nettosalgsprisen i dette tilfælde også inddrages i vurderingen. For de resterende virksomheder anvendes kapitalværdien derfor som udgangspunkt for beregningen af genindvindingsværdien. Dette er i overensstemmelse med mine forventninger, eftersom nettosalgsprisen på goodwill ofte er umulig at observere på markedet.

⁷⁶ Impairment testing: Practical issues

⁷⁷ IAS 36.134

Der er relativ stor forskel på, hvor mange oplysninger virksomhedernes årsrapporter indeholder om beregningen, herunder hvilke antagelser der ligger til grund for estimeringen af de fremtidige pengestrømme. Der gives derfor ikke konkrete oplysninger om, hvorvidt estimeringen af de fremtidige pengestrømme opgøres efter den traditionelle metode eller den forventede pengestrømsmetode, og der gives derfor heller ingen oplysninger om, hvorvidt risici er indregnet i diskonteringsfaktoren eller indeholdt i de fremtidige pengestrømme. Analysen vil derfor tage udgangspunkt i en vurdering af virksomhedernes anvendte vækstrate samt den anvendte budgetperiode. Derudover analyseres virksomhedernes markedsværdier, hvilket ifølge standarden kan være en indikation på et nedskrivningsbehov.

5.3.1 - Analyse af den anvendte vækstrate

Størstedelen af virksomhederne giver konkrete oplysninger om, hvilken vækstrate der anvendes i beregningen. Nedenstående tabel viser den gennemsnitlige vækstrate for virksomhederne i de enkelte år. Grunden til, at det er den gennemsnitlige vækstrate, som vises nedenfor, er, at nogle virksomheder med flere CGU'er opererer med forskellige vækstrater for de forskellige CGU'er. Der er kun enkelte virksomheder, hvor forskellen mellem de anvendte vækstrater er væsentlig. Eksempelvis anvender Danisco en vækstrate på 0 % for "Sweeteners" CGU'en og en vækstrate på 4 % for "Ingrediens" CGU'en, hvilket er i overensstemmelse med, at "Sweeteners" CGU'en blev overvejet frasolgt. Det samme gør sig gældende for Danske bank, hvor 0 % væksten i 2007 relaterer sig til CGU'en "Norge", som i 2008 nedskrives. På den baggrund vurderes en gennemsnitsbetragtning af vækstraterne at kunne forsvares.

Tabel 9: Den gennemsnitlige vækstrate

Virksomheder	Vækstrate			
	2007	2008	2009	2010
	Gennemsnit	Gennemsnit	Gennemsnit	Gennemsnit
A.P. Møller Mærsk	N/A	N/A	N/A	N/A
Bang og Olufsen	N/A	N/A	N/A	2,5%
Carlsberg	1,5%	2,0%	2,0%	2,5%
Chr. Hansen Holdig	N/A	N/A	1,5%	1,5%
Coloplast	3,0%	7,0%	3,5%	2,0%
Danisco	2,0%	2,5%	3,5%	3,5%
Danske Bank	2,0%	3,0%	2,0%	2,3%
DSV	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
FLSmidth & co.	0,0%	0,0%	0,5%	0,5%
Genmab	N/A	2,0%	N/A	N/A
GN Store Nord	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
H. Lundbeck	2,0%	2,0%	2,0%	Negativ
Jyske Bank	0,0%	5,0%	3,5%	3,5%
NKT Holding	2,0%	1,8%	2,0%	2,0%
Nordea	N/A	4,0%	4,0%	5,0%
Novo Nordisk	N/A	N/A	N/A	N/A
Novozymes	4,5%	1,8%	1,9%	1,9%
Pandora	N/A	2,0%	2,0%	2,0%
TDC	2,0%	2,0%	2,3%	2,3%
Topdanmark	N/A	N/A	N/A	N/A
Torm	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%
Tryg	N/A	N/A	2,5%	2,5%
Vestas Wind systems	2,5%	2,5%	3,0%	3,0%
William Demant Holding	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
I alt	2,1%	2,6%	2,4%	2,4%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen, er der relativt mange virksomheder, som ikke angiver den nøjagtige vækstrate. A.P. Møller Mærsk giver blot oplysninger om, at den anvendte vækstrate er lig inflationsforventningen, og B&O giver slet ingen oplysninger om niveauet for vækstraten før i 2010, hvilket også gør sig gældende for Chr. Hansen Holding i 2007 og 2008. FLSmidth anvender en særdeles forsigtig vækstbetragtning på 0 % til 0,5 %, hvilket der ikke redegøres yderligere for i årsrapporten.

Genmab har, som tidligere nævnt, ikke indregnet goodwill i 2007 og foretager nedskrivning af hele posten i 2009, hvorfor den manglende oplysning om vækstraten er forventelig. Eftersom Nordea ikke har goodwill indregnet før i 2008, er den manglende oplysning om vækstraten også for denne virksomhed forventelig. For Novo Nordisk indeholder årsrapporten i 2007 og 2008 slet ingen oplysninger om nedskrivningstesten, og i 2009 og 2010 gives ingen specifikke oplysninger om den anvendte vækstrate. Pandora indgår, som tidligere nævnt, ikke i analysen i 2007, og Tryg indregner først goodwill i 2009. Topdanmark oplyser ikke specifikt om vækstraten i nogen af årene.

Summeres oplysningerne sammen fremkommer det, at der i 2007 er 9 virksomheder, som ikke giver oplysninger om den anvendte vækstrate. I 2008 er denne andel faldet til 6 virksomheder, hvilket skyldes, at Pandora indgår i analysen, og Genmab og Nordea har indregnet goodwill i 2008. I 2009 oplyser Chr. Hansen Holding om vækstraten, og antallet af virksomheder, som ikke giver nogen oplysninger, falder derfor til 5. I 2010 oplyser også B&O om vækstraten, hvilket får antallet til at falde til 4 ud af 24 virksomheder i alt. I 2010 anvender H. Lundbeck en negativ vækstfaktor, hvilket skyldes, at patenterne udløber. Som nævnt i forrige afsnit, anbefales det i standarden, at negative vækstforventninger ikke afspejles i vækstraten, men at der i stedet for tages højde for dette i budgetperioden. H. Lundbecks anvendelse af den negative forventning er derfor ikke i overensstemmelse med anbefalingen i IAS 36.

Som det fremgår af ovenstående gennemgang, er det ikke alle virksomhederne, der opfylder kravene i IAS 36 om at oplyse om vækstraten.

Ses der på udviklingen i vækstraten over perioden fremgår det, at vækstraten i 2008 er højere end for de resterende år. Dette er bemærkelsesværdigt, da finanskrisen startede i 2008, og på den baggrund havde jeg en forventning om, at virksomhederne ville være forsigtige i deres vurdering af væksten i fremtiden. Den højere vækstrate dette år skyldes primært Coloplast, som opererer med en gennemsnitlig vækstrate på 7 % i 2008, sammenlignet med vækstrater på 2 % - 3,5 % de resterende år. Coloplast opererer med 3 CGU'er, hvor vækstraterne for alle CGU'er er høje i 2008, hvorimod de er væsentlig lavere for 2 af CGU'erne i 2009. Dette kunne være en indikation af, at forventningen til den fremtidige vækst har været for positive i 2008, hvorfor der er blevet justeret for dette i 2009 og fremefter.

Foruden Coloplast opererer Jyske Bank med en højere vækstrate i 2008 end for de resterende år. Dette skyldes, at virksomheden forventede en vækst i omsætningen på 5 % i 2008, og i 2009 er denne forventning reduceret til 3,5 %. Ligesom for Coloplast kunne dette tyde på, at ledelsen har været for optimistisk i vurderingen af den fremtidige vækst i 2008.

Foruden Coloplast og Jyske bank ligger vækstraterne på et relativt stabilt niveau hen over perioden. For at opnå en bedre forståelse af de nedskrivninger, som er blevet foretaget, viser nedenstående tabel de anvendte vækstrater for de virksomheder, der har foretaget nedskrivninger.

Tabel 10: Vækstraterne for de virksomheder som har foretaget nedskrivninger

Vækstraterne for de virksomheder som har foretaget nedskrivninger												
Virksomheder	2007			2008			2009			2010		
	Laveste	Højeste	Gennemsnit	Laveste	Højeste	Gennemsnit	Laveste	Højeste	Gennemsnit	Laveste	Højeste	Gennemsnit
A.P. Møller Mærsk	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Bang og Olufsen	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,5%	2,5%	2,5%
Carlsberg	0,5%	2,5%	1,5%	1,5%	2,5%	2,0%	1,5%	2,5%	2,0%	1,5%	3,5%	2,5%
Coloplast	3,0%	3,0%	3,0%	5,0%	9,0%	7,0%	2,0%	5,0%	3,5%	2,0%	2,0%	2,0%
Danisco	0,0%	4,0%	2,0%	0,0%	5,0%	2,5%	3,0%	4,0%	3,5%	3,0%	4,0%	3,5%
Danske Bank	0,0%	4,0%	2,0%	2,0%	4,0%	3,0%	1,0%	3,0%	2,0%	1,0%	3,5%	2,3%
Genmab	N/A	N/A	N/A	2,0%	2,0%	2,0%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Novozymes	3,0%	6,0%	4,5%	0,6%	3,0%	1,8%	0,8%	3,0%	1,9%	0,7%	3,0%	1,9%
TDC	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,5%	2,3%	2,0%	2,5%	2,3%
I alt			2,5%			2,9%			2,5%			2,4%

Kilde: Egen tilvirkning

Tabellen indeholder både den laveste og den højeste anvendte vækstrate, hvilke referer til, at nogle af virksomhederne anvender forskellige vækstrater på de forskellige CGU'er. Vækstraterne er markeret blå de år, hvor virksomheden har foretaget nedskrivning.

Som beskrevet tidligere, giver A.P. Møller Mærsk og B&O ingen oplysninger om vækstraten i de perioder, hvor der foretages nedskrivninger. Carlsberg har en væsentlig lavere vækstrate for 1 af CGU'erne, hvor der nedskrives i 2007. For de resterende virksomheder ses der ingen klar tendens til, at vækstraten er lavere de år, hvor der foretages nedskrivninger sammenlignet med de år, hvor der ikke foretages nedskrivninger, og det samlede gennemsnit for vækstraterne ligger heller ikke under det samlede gennemsnit for alle virksomhedernes vækstrater. Analysen viser derfor ingen tendens til, at den anvendte vækstrate kan sammenkobles til de foretagne nedskrivninger.

5.3.2 - Analyse af den anvendte budgetperiode

Som det fremgår af den teoretiske del af kapitlet, kræver IAS 36, at virksomhederne giver oplysninger om den anvendte budgetperiode, og hvis denne overstiger 5 år, skal der argumenteres herfor. Der har været diskussion af, hvorvidt virksomhederne skal anvende en kortere eller længere budgetperiode under finanskrisen, da indtjeningsmarginalerne ved starten af terminalperioden skal være på et normaliseret niveau⁷⁸. I forbindelse med mine foretagne interviews har jeg diskuteret dette med analytikerne. En af analytikerne mener, at budgetperioden skal være kortere end 5 år, da virksomhederne på nuværende tidspunkt ikke kan vurdere, hvad den "normale" indtjeningsmarginal er. Han opererer med et begreb som "new normal", hvor virksomhederne skal finde et nyt udgangspunkt for, hvad et normaliseret niveau er. Han forklarer dette med, at

⁷⁸ Gennemførelse af nedskrivningstest: Konsekvenser af finanskrisen

niveauet i 2007 ikke vender tilbage foreløbig, og virksomhederne har derfor svært ved at vurdere fremtidens niveau. Omvendt argumenterer en anden analytiker for at anvende en længere budgetperiode, hvor ledelsen aktivt tager stilling til budgetteringen i de næste år frem. Han begrundet også dette med, at investorerne ser på den forventede langsigtede værdiskabelse og kapitalværdiberegningen bliver derfor mere troværdig, såfremt ledelsen selv har taget stilling til en længere periode end 5 år. Herigennem forventes også, at indtjeningsmarginalerne vil være normaliseret, således at terminalværdiberegningen tager udgangspunkt i et mere korrekt grundlag.

For at opnå en viden om, hvordan virksomhederne selv anvender budgetperioden, er de enkelte virksomheders budgetperiode opstillet i nedenstående tabel.

Tabel 11: Oversigt over virksomhedernes anvendte budgetperiode

Virksomheder	Budgetperiode (år)			
	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	5	5	5	5
Bang og Olufsen	N/A	N/A	N/A	5
Carlsberg	3	3	3	3
Chr. Hansen Holdig	5	5	5	5
Coloplast	4	N/A	N/A	N/A
Danisco	10	4,5	5	5
Danske Bank	5	5	5	5
DSV	5	5	5	5
FLSmidth & co.	3	4	5	5
Genmab	N/A	5	N/A	N/A
GN Store Nord	9	10	9	5
H. Lundbeck	5	5	5	7
Jyske Bank	5	5	5	5
NKT Holding	4	5	5	5
Nordea	N/A	2	2	3,5
Novo Nordisk	N/A	N/A	N/A	N/A
Novozymes	11	18	15	15
Pandora	N/A	4	4	3
TDC	10	5	3	3
Topdanmark	3	3	3	3
Torm	5	5	3	3
Tryg	N/A	N/A	5	5
Vestas Wind systems	5	5	5	5
William Demant Holding	2	1	1	1
Gennemsnit	5,5	5,2	4,9	4,8

Kilde: Egen tilvirkning

Den gennemsnitlige anvendte budgetperiode falder over perioden fra 5,5 år til 4,8 år. Faldet bliver påvirket af, at Danisco går fra en budgetperiode på 10 år i 2007 til 5 år frem til 2010, hvilket også er tilfældet for TDC, som ligeledes anvender 10 år i 2007 og reducerer dette til 3 år frem til 2010. Danisco giver ingen begrundelse i årsrapporten for anvendelsen af den lange budgetperiode i 2007, og det samme gør sig gældende for TDC. Novozymes har over hele perioden en lang budgetteringsperiode, hvilket kan forsvares ved, at virksomhedens forskningsaktiviteter gør, at de rimelig præcist kan forudsige, hvornår deres nye produkter kommer på markedet, hvornår deres patenter udløber og så videre. Lundbeck, som har en negativ vækstfaktor i 2010, har øget budgetperioden fra 5 til 7 år i 2010, men burde eventuelt have udvidet perioden yderligere for at undgå den negative vækstfaktor.

Tabellen viser, at der ikke er nogen tendens til, at virksomhederne anvender hverken en kortere eller længere budgetperiode, eftersom budgetperioden konstant ligger på mellem 3 og 5 år for størstedelen af virksomhederne over hele den undersøgte periode. Analytikernes modsatte holdninger til, at budgetperioden burde enten forkortes eller forlænges under finanskrisen, er ikke anvendt af virksomhederne i C20 indekset.

Budgetperioden vurderes derfor heller ikke at kunne kobles sammen med de foretagne nedskrivninger og bidrage til et forklarende element til udviklingen.

5.4 - Analyse af virksomhedernes markedsværdier

Som standarden foreskriver, kan virksomhedens samlede markedsværdi anvendes i vurderingen af genindvindingsværdien af goodwillen, såfremt goodwillen udgør en væsentlig andel af virksomhedens samlede aktiver. Som det er beskrevet i "[Kapitel 4 - Allokering af goodwill](#)", allokeres goodwillen ofte på et højt niveau i virksomheden, hvorfor der kan argumenteres for, at en analyse af markedsværdierne for alle virksomhederne med goodwill kan give et indblik i aktiemarkedets værdiansættelse af virksomhedens goodwill. Analysen tager udgangspunkt i virksomhedernes *price/book value* de enkelte år. Nøgletallet viser forholdet mellem virksomhedens bogførte egenkapital og markedsværdien på tidspunktet for regnskabsafslutningen. Er nøgletallet under 1, vil den bogførte værdi af egenkapitalen overstige markedsværdien. Tabellen nedenfor oplister virksomhedernes nøgletal, og nøgletallet er markeret blå i de år, hvor virksomheden har foretaget nedskrivninger.

Tabel 12: Price/book value

Price/book value				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	1,6	0,8	1,1	1,2
Bang og Olufsen	4,8	2,0	1,1	1,4
Carlsberg	2,5	0,5	1,1	1,3
Chr. Hansen Holdig	-	-	-	3,4
Coloplast	9,1	7,2	6,4	8,0
Danisco	1,7	1,3	0,7	-
Danske Bank	1,3	0,4	0,8	0,9
DSV	6,1	2,7	3,6	3,9
FLSmidth & co.	6,5	1,9	2,9	3,6
Genmab	4,8	4,2	2,8	2,7
GN Store Nord	1,8	0,5	1,3	1,6
H. Lundbeck	3,9	2,9	2,1	1,9
Jyske Bank	2,2	0,6	1,1	1,3
NKT Holding	3,3	0,7	1,8	1,7
Nordea	1,7	0,7	1,3	1,3
Novo Nordisk	6,5	5,0	5,5	9,7
Novozymes	9,8	5,8	5,8	-
Pandora				10,1
TDC	7,9	3,3	5,8	5,8
Topdanmark	3,5	3,7	2,6	2,3
Torm	0,6	0,3	0,2	0,7
Tryg	-	2,6	2,3	1,8
Vestas Wind systems	9,0	3,8	3,4	1,7
William Demant Holding	66,1	23,6	17,6	9,8

Kilde: Thomson ONE Banker, Financial ratios

Som tabellen viser, er det kun A.P. Møller Mærsk, Danisco og Danske Bank, som i nogle af årene, hvor der foretages nedskrivninger, har en price/book value under 1. Der ses dermed ingen sammenhæng mellem, at der foretages nedskrivninger de år, hvor den bogførte værdi overstiger markedsværdien. I princippet bør summen af kapitalværdiberegningerne for de enkelte CGU'er svare til markedsværdien af virksomheden, og tabellen viser dermed også, at aktiemarkedet værdiansætter virksomhederne højere end den bogførte værdi. Dette indikerer, at aktiemarkedet har samme forventninger eller højere forventninger til de fremtidige pengestrømme, da nøgletallet for de fleste virksomheders vedkommende er større end 1, og der eksisterer derfor ikke umiddelbart nedskrivningsbehov for de pågældende virksomheder. For Danske Bank og Torm ligger price/book value dog under 1 i det meste af den analyserede periode. Goodwillposten udgør for Danske Bank ca. 0,6 % af de samlede aktiver og ca. 3 % for Torm, jf. bilag 3, hvorfor det ikke nødvendigvis er værdiansættelsen af goodwillen, som aktionærene ikke er enige i.

5.5 - Sammenfatning

Efter IAS 36 skal genindvindingsværdien opgøres som den højeste af nettosalgsprisen og kapitalværdien. Nettosalgsprisen anvendes sjældent i vurderingen af goodwillens genindvindingsværdi, da markedsprisen sjældent kan observeres, såfremt der ikke forligger et konkret købstilbud på CGU'en. På denne baggrund er kapitalværdien den mest anvendte værdi, og beregningen tager udgangspunkt i en tilbagediskontering af CGU'ens estimerede fremtidige pengestrømme i en budgetperiode på 5 år samt en terminalværdi, hvor de fremtidige pengestrømme tillægges en vækstfaktor. Kapitalværdien bliver dermed et resultat af de fremtidige forventede pengestrømme i budgetleddet samt et terminalværdiled, hvor terminalværdien ofte udgør en væsentlig andel af den samlede kapitalværdi.

De estimerede fremtidige pengestrømme skal være uafhængige pengestrømme tilknyttet CGU'en. Pengestrømmene skal som udgangspunkt være før skat, og de skal repræsentere de forventede pengestrømme, som CGU'en forventes at skabe i den nuværende form.

Analysen viser, at det kun er 2 virksomheder, som anvender nettosalgsprisen i forbindelse med opgørelsen af genindvindingsværdien. De øvrige virksomheder beregner kapitalværdien af de estimerede fremtidige pengestrømme. Til brug for opgørelsen anvender virksomhederne i gennemsnit fra 2,1 % i 2007 til 2,4 % i 2010 som vækstrate til brug for beregningen af terminalværdien. I 2008 var den gennemsnitlige vækstrate dog på 2,6 %, hvilket indikerer, at nogle virksomheder på daværende tidspunkt var mere optimistiske i deres vurdering af den fremtidige vækst, eftersom vækstraten er justeret i nedadgående retning efterfølgende. Der ses ingen klar tendens til, at virksomheder med lavere vækstforventninger foretager nedskrivninger i perioden. Vækstforventningen er faldet fra 2,6 % i 2008 til 2,4 % i 2009 og 2010, hvilket indikerer, at virksomhederne i nogen grad har tilpasset forventningerne til fremtiden i nedadgående retning.

Ud fra analysen af budgetperioden fremgår det, at størstedelen af virksomhederne ikke har ændret ved budgetperiodens længde, og de opererer derfor over hele perioden med en budgetperiode på mellem 3 og 5 år. Denne konstante budgetperiode samt kun en mindre reduktion af vækstforventningerne efter budgetperioden indikerer, at virksomhederne på nuværende tidspunkt ikke har ændret forventningerne til fremtiden væsentligt. Det vurderes stadig, at de enkelte CGU'er skaber vækst i terminalperioden, og terminalværdien beregnes stadig efter 3 - 5 års budgettering. Eftersom der ikke har været væsentlige ændringer i disse forudsætninger, kan det meget vel være én af årsagerne til, at perioden ikke er belastet af så mange nedskrivninger,

som min hovedhypotese antager. De interviewede analytikeres vurdering er, at virksomhederne estimerer pengestrømmene på baggrund af en langsigtet forventning, og dette resulterer i, at en periode på 4 år med lavere vækst og indtjening ikke vil påvirke de fremtidige forventninger væsentligt.

Analysen af virksomhedernes price/book values viser, at aktiemarkedet ikke er væsentligt uenigt i virksomhedens værdiansættelse af aktiverne, eftersom nøgletallet for størstedelen af analysens virksomheder ligger over 1. Dette taler for, at aktiemarkedet har de samme forventninger til de fremtidige pengestrømme og derigennem ikke vurderer, at der burde have været foretaget nedskrivninger i perioden.

Kapitel 6 - Fastlæggelse af diskonteringsfaktoren

Dette kapitel består af en teoretisk redegørelse for de elementer, som indgår i fastlæggelsen af diskonteringsfaktoren. På baggrund af dette foretages en analyse af C20 indeksets virksomheders diskonteringsfaktor, og herigennem har kapitlet til formål at besvare problemformuleringens femte spørgsmål.

6.1 - Det teoretiske grundlag for fastlæggelse af diskonteringsfaktoren

Diskonteringsfaktoren skal anvendes i kapitalværdiberegningen til at tilbagediskontere de forventede fremtidige pengestrømme til nutidsværdi, og diskonteringsfaktoren er et udtryk for⁷⁹:

- I. *The time value in money* - dvs. den tidsmæssige værdi af penge
- II. Den risiko, der er forbundet med aktivet eller CGU'en, medmindre der er taget højde for denne risiko i estimeringen af pengestrømmene

Diskonteringsfaktoren skal være før-skat, og den skal repræsentere markedets vurdering af ovenstående elementer. Risikoen forbundet med aktivet eller CGU'en skal afspejles i diskonteringsfaktoren via et risikotillæg, der svarer til investorerne afkastkrav. På baggrund af dette består diskonteringsfaktoren af to elementer: Den risikofrie rente, som regulerer den tidsmæssige værdi af penge, samt et risikotillæg, som regulerer den specifikke risiko, der er forbundet med investeringen i aktivet eller CGU'en.

IAS 36 foreslår, at der tages udgangspunkt i følgende faktorer når diskonteringsrenten fastlægges⁸⁰:

- a) Virksomhedens vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)
- b) Virksomhedens lånerente
- c) Andre lånerenter på markedet

Virksomheden skal dog vurdere, om der er specielle forhold, som der skal tages hensyn til i fastlæggelsen af diskonteringsrenten.

6.1.1 - Virksomhedens vejede kapitalomkostninger (WACC)

Virksomhedens WACC er et udtryk for de vejede kapitalomkostninger før skat⁸¹, og den beregnes ud fra nedenstående formel⁸²:

⁷⁹ IAS 36.55

⁸⁰ IAS 36, Appendix A17

⁸¹ Jf. senere diskussion af før-skat antagelsen

Formel 1: Virksomhedens vejede kapitalomkostninger (WACC)

$$WACC = \frac{K_d \times D}{D + EK} + \frac{K_e \times EK}{D + EK}$$

Kilde: Gennemførelse af nedskrivningstest:
Konsekvenser af finanskrisen

hvor,

K_d = lånerenten efter skat

K_e = ejernes afkastkrav

D = markedsværdi af rentebærende gæld

EK = markedsværdi af egenkapital

I forbindelse med fastlæggelse af WACC'en skal følgende forhold vurderes:

- a) Virksomhedens target-kapitalstruktur
- b) Lånerenten efter skat
- c) Ejerafkastkrav

a) Virksomhedens target-kapitalstruktur

I henhold til IAS 36 skal der anvendes en uafhængig kapitalstruktur og ikke selskabets aktuelle kapitalstruktur, da virksomhedens fremtidige pengestrømme skal være uafhængige af virksomhedens finansiering i forbindelse med anskaffelse af CGU'en, jf. "[Kapitel 5 - Opgørelse af genindvindingsværdi](#)". Derfor vil fastlæggelsen af target-kapitalstrukturen tage udgangspunkt i en sammenlignende gruppe af virksomheder, da det forventes, at kapitalstrukturen på længere sigt vil tilnærme sig branchens gennemsnitlige kapitalstruktur.

Kapitalstrukturen opgøres som debt/equity ratioen, og eftersom WACC'en anvendes til at beregne markedsværdien af CGU'en, skal værdierne på fremmedkapitalen og egenkapitalen tage udgangspunkt i markedsværdierne. Grundet den finansielle krise er markedsværdien af egenkapitalen faldet væsentligt i perioden, hvilket resulterer i en højere finansiell gearing, som ikke nødvendigvis er det korrekte udtryk for virksomhedens kapitalstruktur. Desuden har finanskrisen medført, at virksomhederne ikke nødvendigvis har de samme muligheder for at ændre kapitalstruk-

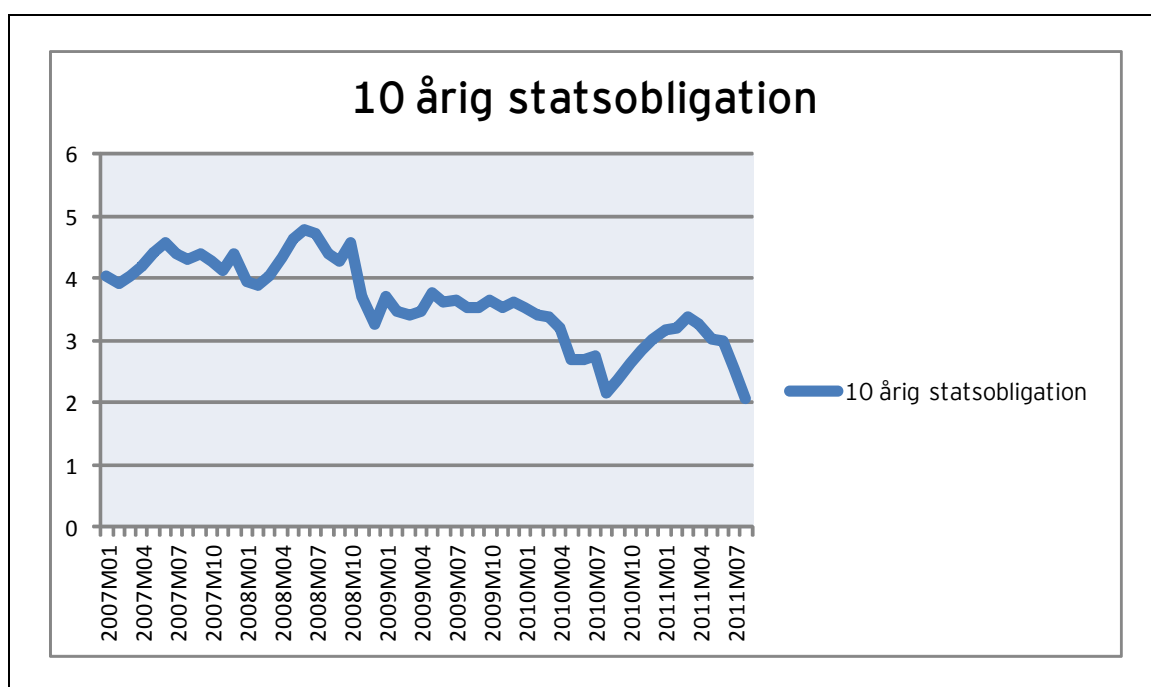
⁸² Gennemførelse af nedskrivningstest. Konsekvenser af finanskrisen

turen ved at øge fremmedfinansieringen, som de havde før finanskrisens start, og det anbefales derfor, at fastlæggelsen af kapitalstrukturen tager højde for dette⁸³.

b.) Lånerenten efter skat

Lånerenten efter skat skal vurderes ud fra den risikofrie rente, og den skal teoretisk set estimeres ved at tilbagediskontere de forventede pengestrømme med en nul kuponrente på statsobligationer med løbetider svarende til de enkelte pengestrømme. Denne estimering viser forventningen til den fremtidige renteudvikling, og matches den med de enkelte pengestrømme, vil den estimerede risikofrie rente udtrykke en dynamisk udvikling. I praksis anvendes denne dynamiske rente dog sjældent, og i stedet anvendes den effektive rente på en statsobligation med samme løbetid som de fastlagte pengestrømme. "Figur 11: Udviklingen i den 10-årige statsobligation fra januar 2007 til juni 2011" viser udviklingen i renten på en 10-årig statsobligation over perioden fra 2007 til de seneste offentliggjorte tal. Som det fremgår af figuren, har renten været faldende fra omkring 4 % i 2007 til 2 % i juli måned 2011. Denne udvikling indikerer, at WACC'en har været faldende hen over perioden.

Figur 11: Udviklingen i den 10-årige statsobligation fra januar 2007 til juni 2011



Kilde: Danmarks statistik, tabel MPK3

⁸³ Gennemførelse af nedskrivningstest. Konsekvenser af finanskrisen

Udviklingen i den risikofrie rente, kan dog ikke stå alene, da der skal tillægges et virksomhedsspecifikt risikotillæg. Risikotillægget udtrykker den pris, som långiver skal have for at påtage sig risikoen ved, at virksomheden måske ikke betaler pengene tilbage og vil ofte udtrykke branchespecifikke risici samt landespecifikke risici.

Det virksomhedsspecifikke risikotillæg bør vurderes ud fra en samlet vurdering af virksomhedens risici, og såfremt virksomheden har udstedt obligationer, som handles på et aktivt marked, kan lånerenten estimeres ud fra renten på obligationerne. Hvis virksomheden ikke har obligationer, som handles på et aktivt marked, kan estimeringen tage udgangspunkt i renten på virksomhedsobligationer med samme kreditrating⁸⁴.

Som følge af finanskrisen og den deraf følgende illikviditet i markedet viser tidligere foretagne undersøgelser, at risikotillægget har været stigende i perioden⁸⁵. På trods af stigningen argumenteres der dog for, at risikotillægget på længere sigt vil normaliseres, dog på et højere niveau end før finanskrisens start. Dette indikerer, at virksomhederne ikke bør indarbejde et stigende risikotillæg i fastlæggelsen af WACC'en.

c.) Ejerafkastkrav

Ejerafkastkravet estimeres på baggrund af følgende formel⁸⁶:

Formel 2: Ejerafkastkravet

$$\text{Ejerafkastkrav (Ke)} = r_f + \beta \times \text{MRP}$$

*Kilde: Gennemførelse af nedskrivningstest:
Konsekvenser af finanskrisen*

hvor,

r_f = den risikofrie rente

β = den systematiske risiko

MRP = markedsrisikopræmien

Den risikofrie rente er beskrevet ovenfor, og den vil derfor ikke uddybes nærmere her.

⁸⁴ Gennemførelse af nedskrivningstest. Konsekvenser af finanskrisen

⁸⁵ Gennemførelse af nedskrivningstest. Konsekvenser af finanskrisen

⁸⁶ Gennemførelse af nedskrivningstest. Konsekvenser af finanskrisen

β er et udtryk for den risiko, en investor ikke kan bortdiversificere sig fra ved at holde en diversificeret portefølje. Jo højere risiko, der er forbundet med investeringen i CGU'en (målt ved β), jo højere vil afkastkravet være. β kan inddeles i følgende kategorier⁸⁷:

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Estimeringen af β sker på baggrund af historiske data om aktieafkast og markedets aktieafkast generelt. Ved fastlæggelsen af CGU'ers β -værdier kan der dog ikke tages udgangspunkt i en direkte måling på markedet, og der skal derfor anvendes en tilnærmelsesvis β -værdi. Ofte vil den anvendte β -værdi tage udgangspunkt i virksomhedens samlede β -værdi.

Markedsrisikopræmien er forskellen mellem den risikofrie rente og det forventede afkast, og den udtrykker derfor det merafkast, som investoren forlanger for at påtage sig risikoen ved investeringen⁸⁸.

PWC opgør årligt den vægtede gennemsnitlige markedsrisikopræmie, og af deres opgørelse fremgår det, at markedsrisikopræmien har udviklet sig fra 4,6 % i 2007, 4,7 % i 2008, 4,9 % i 2009⁸⁹. I 2010 anvender PWC selv en markedsrisikopræmie på 5 %, hvilket er baseret på aktiemarkedets analyser⁹⁰. Markedsrisikopræmien har derfor været svagt stigende over perioden.

I PWC's undersøgelse af markedsrisikopræmien indhentes informationer fra markedets aktører, som består af værdiansættelses- og corporate finance-afdelinger hos investeringsbanker, institutionelle investorer og rådgivere. I blandt disse hersker der forskellige opfattelser af, om markedsrisikopræmien er en konstant faktor, eller om den påvirkes af midlertidige udsving på aktiemarkedet. Undersøgelsen fremhæver 3 forskellige vurderinger af markedsrisikopræmien:

- Markedsrisikopræmien er en konstant faktor
- Markedsrisikopræmien skal øges som følge af den øgede usikkerhed på markedet
- Markedsrisikopræmien varierer konstant og beregnes eksempelvis ud fra virksomhedens P/E ratio

⁸⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 53

⁸⁸ Gennemførelse af nedskrivningstest. Konsekvenser af finanskrisen

⁸⁹ Prisfastsættelsen på aktiemarkedet, af PWC

⁹⁰ Tema: Årsregnskabslovens regler om nedskrivning af materielle og immaterielle aktiver, af PWC d. 10. december 2010

Størstedelen af de adspurgte aktører vurderer dog, at markedsrisikopræmien er en konstant faktor og ikke skal øges væsentligt på baggrund af finanskrisen. Det er på baggrund af denne antagelse, at PWC har opgjort den gennemsnitlige anvendte markedsrisikopræmie⁹¹.

Hvis det antages, at β har været uændret over perioden (eksempelvis 1,2), vil ejernes afkastkrav have udviklet sig således:

Tabel 13: Udviklingen i ejerafkastkravet over perioden

Ejerafkastkravet				
	2007	2008	2009	2010
Beta	1,2			
Rf	4%	3,50%	3,50%	2,20%
MRP	4,60%	4,70%	4,90%	5%
Ke	0,05704	0,05805	0,06052	0,0611

Kilde: Egen tilvirkning

På trods af, at den risikofrie rente har været faldende hen over perioden, vil ejernes afkastkrav være stigende, hvilket skyldes den stigende markedsrisikopræmie. Lånerenten efter skat vurderes at have været på et forholdsvis stabilt niveau, da et stigende risikotillæg udhuler faldet i den risikofrie rente. Der er intet, der taler for, at udviklingen i kapitalstrukturen vil have haft indflydelse på fastlæggelsen af WACC'en, da det er den forventede langsigtede kapitalstruktur, som anvendes i beregningen. På baggrund af dette forventes der ingen markant udvikling i virksomhedernes anvendte WACC på trods af en mindre stigning i markedsrisiko præmien, da der skal tages hensyn til de langsigtede forventninger til udviklingen i de enkelte faktorer.

6.1.2 - Kritik af den anvendte metode

Det, at virksomheden anvender WACC'en som diskonteringsfaktor, er ofte udsat for kritik, da standarden specifikt foreskriver, at diskonteringsfaktoren skal være uafhængig af virksomhedens finansiering. Som beskrevet ovenfor, vil virksomhedens WACC blive fastlagt på baggrund af kapitalstrukturen, og diskonteringsfaktoren vil derfor i højere eller mindre grad blive påvirket af virksomhedens finansiering. Dette element forsøges i praksis elimineret ved, at kapitalstrukturen baseres på branchens target-kapitalstruktur og ikke den specifikke virksomheds kapitalstruktur.

⁹¹ Prisfastsættelsen på aktiemarkedet, af PWC

Desuden kritiseres standardens tilgang til før-skat antagelsen i de fremtidige pengestrømme, da virksomhedens WACC er en efter-skat diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktoren før-skat er problematisk at fastlægge, hvorfor standarden også giver et eksempel på, hvorledes før-skat diskonteringsfaktoren kan fastsættes på baggrund af WACC'en (efter skat). Forholdet er illustreret nedenfor.

Figur 12: Fastlæggelse af WACC'en før skat

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	I alt
Resultat før skat	365	370	375	380	385	390	395	400	3.060
Skattebetaling (35 %)	128	130	131	133	135	137	138	140	1.071
Resultat efter skat	237	241	244	247	250	254	257	260	1.989
Nutidsværdi ved 8 %	1.421 På efter-skat pengestrømme								
Nutidsværdi ved 20,06 %	1.421 På før-skat pengestrømme								

Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder - fra dansk praksis til IFRS, side 604

Eksemplet tager udgangspunkt i virksomhedens faktisk estimerede skattebetalinger. Såfremt diskonteringsfaktoren efter-skat på 8 % reguleres med skattesatsen ($8\% / (1 - 35\%) = 12,3\%$), udregnes dette ikke til den korrekte før-skat diskonteringsfaktor på 20,06 %. Forholdet skyldes, at reguleringen af diskonteringsrenten ikke tager højde for tidselementet i skattebetalingerne, og virksomheden skal derfor foretage ovenstående beregning for herigennem at bestemme en før-skat diskonteringsfaktor.

Et andet element, som IAS 36 ikke giver megen vejledning i, er vurderingen af CGU'ens illikviditet. IAS 36.30 foreskriver, at genindvindingsværdien skal reflektere en eventuel illikviditet, men den opstiller ikke nærmere retningslinjer for, hvorledes dette element skal opgøres. Illikviditeten opstår som følge af, at der ikke eksisterer et aktivt marked for den pågældende CGU, og den kan indregnes i genindvindingsværdien som en regulering af afkastkravet eller som et fradrag i kapitalværdien⁹². Eftersom standarden ikke giver yderligere vejledning i beregningen af dette, må opgørelsen tage udgangspunkt i en konkret vurdering af den pågældende CGU.

Som ovenstående gennemgang indikerer, er beregningen af CGU'ens kapitalværdi underlagt subjektive skøn og vurderinger fra ledelsens side, og der gives i IAS 36 en generel vejledning til fast-

⁹² Gennemførelse af nedskrivningstest. Konsekvenser af finanskrisen

læggelsen af de overordnede faktorer, men vurderingen skal afspejle de konkrete CGU'er og de risici, der er forbundet hermed.

6.2- Analyse af C20 virksomhedernes brug af diskonteringsfaktor

Til brug for analysen er virksomhedernes årsrapporter gennemlæst, og de anvendte diskonteringsfaktorer er oplistet, jf. nedenfor. Eftersom flere af virksomhederne har forskellige CGU'er, er der for en del af virksomhederne angivet forskellige diskonteringsrenter, hvilke enten er specificeret pr. CGU eller angivet som et interval. For at lette datamængden oplister "Tabel 14: Virksomhedernes gennemsnitlige anvendte WACC'er" den gennemsnitlige diskonteringsfaktor for hvert selskab de pågældende år.

Tabel 14: Virksomhedernes gennemsnitlige anvendte WACC'er

WACC før skat					
	2007	2008	2009	2010	Ændring fra
Virksomheder	Gennemsnit	Gennemsnit	Gennemsnit	Gennemsnit	2007 til 2010
A.P. Møller Mærsk	9,0%	7,5%	8,5%	8,5%	-6%
Bang og Olufsen	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	0%
Carlsberg	11,0%	10,0%	8,2%	9,2%	-16%
Chr. Hansen Holding	0,0%	7,6%	7,2%	10,0%	N/A
Coloplast	9,0%	10,5%	8,1%	8,1%	-10%
Danisco	7,0%	7,5%	7,1%	7,2%	3%
Danske Bank	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	0%
DSV	11,8%	10,4%	11,9%	9,8%	-17%
FLSmidth & co.	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	0%
Genmab	0,0%	9,0%	0,0%	0,0%	N/A
GN Store Nord	14,0%	13,0%	11,5%	10,0%	-29%
H. Lundbeck	8,0%	9,0%	7,0%	10,6%	32%
Jyske Bank	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	0%
NKT Holding	13,4%	11,9%	11,5%	11,1%	-17%
Nordea	0,0%	8,5%	8,5%	9,5%	N/A
Novo Nordisk	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	N/A
Novozymes	13,5%	8,5%	7,0%	5,6%	-59%
Pandora	0,0%	9,7%	11,9%	8,4%	N/A
TDC	8,8%	8,5%	7,9%	8,4%	-4%
Topdanmark	13,0%	13,0%	12,0%	12,0%	-8%
Torm	9,0%	9,0%	9,0%	8,2%	-9%
Tryg	0,0%	0,0%	15,4%	14,9%	N/A
Vestas Wind systems	17,2%	17,0%	13,2%	15,9%	-8%
William Demant Holding	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%	13%
I alt	11,1%	10,3%	10,1%	10,1%	-9%

Kilde: Egen tilvirkning

De blå markeringer refererer til, at virksomheden enten ikke har goodwill i perioden eller ikke har angivet en diskonteringsfaktor, hvorfor denne er sat til 0 %. I gennemsnitsberegningen indgår de blå-markerede virksomheder derfor ikke.

Som det fremgår af den samlede gennemsnitlige diskonteringsrente, er denne faldet hen over perioden med 10 procentpoint. Størstedelen af virksomhederne har haft en faldende gennemsnitlig WACC hen over perioden. Især er faldet i Novozymes' WACC iøjefaldende. I Novozymes årsrapport for 2008 fremgår det, at ændringen i diskonteringsfaktoren skyldes, at risici indarbejdes i pengestrømmene i 2008 frem for i diskonteringsfaktoren, hvilket var tilfældet i 2007.

Resultatet af sammenligningen af de forskellige virksomheders WACC'er skal ses i sammenhæng med, at der for nogle af virksomhederne i nogle af årene ikke er givet oplysninger om, hvorvidt den oplyste WACC er før eller efter skat. Eftersom IAS 36 angiver, at WACC'en før skat skal oplyses, forudsættes det, at det er denne rente, som oplyses i årsrapporten, og det er på baggrund af denne forudsætning at de respektive WACC'er sammenlignes.

I forbindelse med de foretagne interviews, er ovenstående udvikling blevet drøftet med analytikerne. En analytiker forklarer udviklingen ved, at virksomhederne anvender et standardrisikotillæg samt standard markedsrisikopræmie, og faldet dermed skyldes faldet i den risikofrie rente. Han mener, at virksomhederne argumenterer med, at de ikke vurderer, at risikoen på deres investeringer er steget som følge af finanskrisen, og de derfor regulerer WACC'en i takt med, at den risikofrie rente falder.

En af analytikerne vurderer udviklingen som overraskende, da udviklingen efter hans overbevisning burde være svagt stigende eller uændret, hvilket er i overensstemmelse med min egen forventning, jf. afsnit 6.1.1. Hans vurdering beror på, at selvom den risikofrie rente har været faldende hen over perioden, har den stigende risikopræmie mere end opvejet faldet, hvilket burde resultere i en mindre stigning i WACC'en. Efter hans vurdering bør virksomhederne ikke anvende nuværende data til fastlæggelse af WACC'en, da perioden, som tidligere nævnt, ikke har været på et "normalt" niveau. Virksomhederne bør i stedet anvende de gennemsnitlige niveauer for de seneste 20 år for herigennem at forsøge at ramme "the new normal". Fra tabellen ses det, at kun 4 af virksomhederne har bibeholdt en uændret WACC hen over perioden, hvorimod 13 virksomheder har sænket WACC'en. Kun 4 virksomheder har øget den anvendte WACC.

For at opnå en forståelse af sammenhængen mellem WACC'en og de foretagne nedskrivninger i perioden viser nedenstående tabel de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger i perioden med de tilhørende diskonteringsrenter. Felterne markeret med blå er de år, hvor virksomheden har foretaget nedskrivninger.

Tabel 15: WACC'en for de virksomheder som har foretaget nedskrivninger

Wacc'en for de virksomheder som har foretaget nedskrivninger				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	9,0%	7,5%	8,5%	8,5%
Bang og Olufsen	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Carlsberg	11,0%	10,0%	8,2%	9,2%
Coloplast	9,0%	10,5%	8,1%	8,1%
Danisco	7,0%	7,5%	7,1%	7,2%
Danske Bank	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Genmab	0,0%	9,0%	0,0%	0,0%
Novozymes	13,5%	8,5%	7,0%	5,6%
TDC	8,8%	8,5%	7,9%	8,4%
Gennemsnit	8,91%	9,28%	7,63%	7,67%

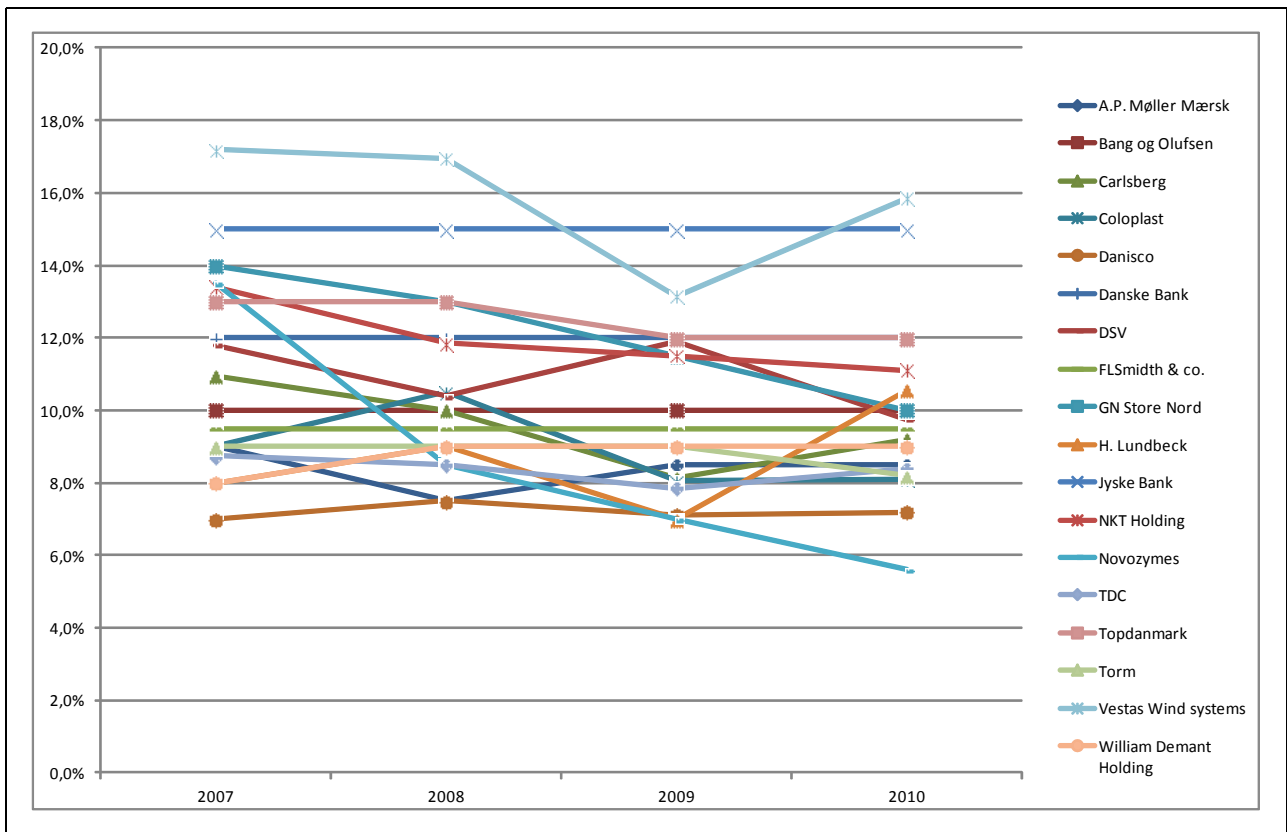
Kilde: Egen tilvirkning

Tabellen viser, at den gennemsnitlige WACC for virksomhederne, der har foretaget nedskrivninger, er lavere end den gennemsnitlige WACC for alle virksomhederne i analysen. Dette resultat er modsat af, hvad jeg havde forventet, da kapitalværdien bliver lavere, jo højere WACC'en er, og da virksomhederne har foretaget nedskrivninger, havde jeg forventet at se relativt høje diskonteringsrenter sammenlignet med de resterende virksomheder. Når dette er sagt, viser tabellen dog en mindre indikation af, at der for det enkelte selskab foretages nedskrivninger i de år, hvor WACC'en er høj sammenlignet med de andre år. Denne tendens ses hos Carlsberg, Coloplast, Danisco, Novozymes og TDC. For A.P. Møller Mærsk kan der ikke udledes noget af udviklingen hen over perioden, da der foretages nedskrivninger hvert år. For Bang og Olufsen er diskonteringsfaktoren konstant over perioden, og der foretages kun nedskrivninger i 2 af årene, hvilket også gør sig gældende for Danske Bank. Genmabs situation er lidt anderledes, da nedskrivningen på goodwillen vedrører et frasalg af produktionsfaciliteter, jf. "[Kapitel 3 - Undersøgelse af udviklingen i de foretagne nedskrivninger](#)".

Generelt har den gennemsnitlige WACC for de enkelte virksomheder været fluktuerende over perioden. Der er kun enkelte virksomheder, der har bibeholdt en uændret WACC, og det er Bang og

Olufsen, Danske Bank, FLSmidth & co. og Jyske Bank. Ændringen i den gennemsnitlige WACC er skitseret i nedenstående "Figur 13: Udviklingen i de enkelte virksomheders WACC". I fremstillingen er de virksomheder, som ikke har oplyst den anvendte WACC, udelukket for at give et mere retvisende billede af udviklingen.

Figur 13: Udviklingen i de enkelte virksomheders WACC



Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af figuren, har eksempelvis Vestas foretaget nogle kraftige justeringer af den anvendte WACC, som er gået fra 17,2 % i 2007 til i 2009 at været på 13,2 % for så igen at stige til 15,9 % i 2010. Ligeledes har Novozymes ændret den anvendte WACC fra 13,5 % i 2007 til 5,6 % i 2010, jf. tidligere forklaring af dette. Det faktum, at WACC'en fluktuerer over hele perioden, tolkes som værende en indikation af, at virksomhederne anvender WACC'en til at justere for specifikke risici og ikke kun indregner dette i estimeringen af de fremtidige pengestrømme.

6.3 - Sammenfatning

IAS 36 indeholder en anbefaling om, at diskonteringsfaktoren til brug for beregning af genindvindingsværdien kan bestå af virksomhedens WACC. WACC'en er et udtryk for virksomhedens vejede kapitalomkostninger, og den består af virksomhedens target-kapitalstruktur, ejernes afkastkrav samt lånerenten.

Baseret på en generel undersøgelse af udviklingen i WACC'ens elementer havde jeg forventet en konstant eller svagt stigende WACC hen over perioden. Analysen af C20 virksomhedernes anvendte WACC viser, at den gennemsnitlige WACC har været faldende frem til 2010. Kun 4 virksomheder har øget WACC'en hen over perioden, og kun 4 virksomheder har bibeholdt en uændret WACC. Om den faldende WACC er et udtryk for en forventning om, at den risikofrie rente bibeholdes på det lave niveau i fremtiden, og de pågældende virksomheder samtidig ikke bliver berørt af et stigende risikotillæg, er svært at sige. Dette var analytikernes bedste bud. Det, som taler for denne antagelse, er, at de analyserede virksomheder er relativt stabile virksomheder, som kan overbevise kreditinstitutterne om, at risikotillægget på fremmedfinansieringen ikke skal øges. Og som følge af det lave renteniveau vil et fald i WACC'en være forventeligt.

Desuden argumenteres der for, at WACC'en skal afspejle de langsigtede forventninger. Der kan dog sættes spørgsmålstegn ved, om de langsigtede forventninger er retvisende ved at anvende det historisk lave renteniveau på nuværende tidspunkt, som tilsyneladende anvendes af virksomhederne. Denne positive forventning til niveauet for WACC'en kan være en af forklaringerne på, at der ikke har været identificeret nedskrivningsbehov i det omfang, som jeg havde forventet.

Analysen viser, at der ikke er nogen direkte sammenhæng mellem niveauet for WACC'en hos de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger, og den gennemsnitlige WACC for alle virksomhederne. Der var dog en mindre indikation af, at virksomhederne foretager nedskrivninger de år, hvor WACC'en er højere end i de andre år.

Kapitel 7 - Andre faktorer som påvirker de foretagne nedskrivninger

Som det fremgår af ovenstående kapitler, er der ingen tydelig sammenhæng mellem udviklingen af nedskrivningstestens enkelte bestanddele og de foretagne nedskrivninger og dermed kan anvendes som forklarende element i udviklingen af nedskrivningerne i den analyserede periode. Dette kapitel har derfor til formål at belyse nogle af de andre forhold, som kan have været medvirkende til, at de analyserede virksomheder ikke har foretaget så mange nedskrivninger, som jeg havde forventet.

7.1 - Stabil indtjening

I forbindelse med mine interviews af analytikerne har den generelle forklaring været, at virksomhederne har klaret sig relativt godt igennem den finansielle krise, og de har derfor ikke været tvunget til at foretage nedskrivninger. Dette forhold undersøges ved at tage udgangspunkt i virksomhedernes profitmarginer, som måler virksomhedens omsætning/omkostningsrelation⁹³. Virksomhedernes profitmarginer er oplistet nedenfor, og i tabellen fremgår det, at udviklingen i den gennemsnitlige profitmargin for alle virksomhederne er relativt stabil hen over perioden. Profitmarginerne markeret med blått er de år, hvor den pågældende virksomhed har foretaget nedskrivninger.

⁹³ Financial Statement Analysis, side 107

Tabel 16: Virksomhedernes profitmarginer

Profitmarginer				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	14,13%	18,49%	8,93%	18,96%
Bang og Olufsen	43,45%	41,99%	34,37%	34,22%
Carlsberg	47,18%	46,57%	47,15%	49,64%
Chr. Hansen Holdig	42,46%	44,48%	43,98%	46,41%
Coloplast	58,97%	53,24%	56,53%	59,88%
Danisco	33,17%	39,34%	38,25%	42,27%
Danske Bank	10,82%	1,71%	4,34%	5,59%
DSV	4,84%	5,09%	4,68%	5,08%
FLSmidth & co.	19,79%	20,56%	21,46%	23,63%
Genmab	97,31%	97,05%	96,20%	96,39%
GN Store Nord	44,89%	45,43%	47,24%	51,00%
H. Lundbeck	80,83%	78,80%	77,13%	75,25%
Jyske Bank	20,50%	9,11%	6,78%	11,34%
NKT Holding	18,56%	18,22%	17,49%	15,85%
Nordea	22,51%	16,53%	19,56%	24,80%
Novo Nordisk	75,58%	76,93%	78,68%	79,85%
Novozymes	51,37%	50,61%	53,60%	N/A
Pandora	N/A	59,64%	65,73%	67,06%
TDC	53,82%	53,86%	54,89%	56,20%
Topdanmark	12,79%	(1,40%)	19,13%	14,63%
Torm	18,57%	12,93%	15,86%	21,79%
Tryg	19,34%	7,93%	15,23%	5,04%
Vestas Wind systems	15,92%	18,77%	14,57%	15,07%
William Demant Holding	70,33%	67,45%	68,88%	69,83%
Gennemsnit	38,14%	36,81%	37,94%	38,69%

Kilde: Thomson ONE Banker, Financial ratios

På trods af den gennemsnitlige stabile profitmargin er der nogle virksomheder, hvor profitmarginen har ændret sig igennem perioden. Nedenfor er opstillet en tabel, som viser udviklingen i virksomhedernes profitmarginer, hvor profitmarginen i 2007 udgør indeks 100. For de virksomheder, hvor profitmarginen ligger under 100, er indekstallet markeret blå for at skabe et bedre overblik i tabellen.

Tabel 17: Indeksering af virksomhedernes profitmarginer

Profitmarginer (indeks, 2007 = 100)				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	100	131	63	134
Bang og Olufsen	100	97	79	79
Carlsberg	100	99	100	105
Chr. Hansen Holdig	100	105	104	109
Coloplast	100	90	96	102
Danisco	100	119	115	127
Danske Bank	100	16	40	52
DSV	100	105	97	105
FLSmidth & co.	100	104	108	119
Genmab	100	100	99	99
GN Store Nord	100	101	105	114
H. Lundbeck	100	97	95	93
Jyske Bank	100	44	33	55
NKT Holding	100	98	94	85
Nordea	100	73	87	110
Novo Nordisk	100	102	104	106
Novozymes	100	99	104	
Pandora	100			
TDC	100	100	102	104
Topdanmark	100	-11	150	114
Torm	100	70	85	117
Tryg	100	41	79	26
Vestas Wind systems	100	118	92	95
William Demant Holding	100	100	100	100
Antal virksomheder med PM under 100		12	13	8

Kilde; Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående tabel, er der i 2008 12 virksomheder, hvor profitmarginen er under niveauet i 2007, i 2009 er der 13 virksomheder, og i 2010 er der 8 virksomheder. I 2008 og 2009 er det næsten halvdelen af de analyserede virksomheder, som har en lavere profitmargin end i 2007, hvilket indikerer, at finanskrisen har haft en effekt på driften⁹⁴ og indtjeningen. I 2010 er antallet faldet fra 13 virksomheder til 8, hvilket efter analytikernes vurdering skyldes, at virksomhederne har tilpasset sig den nye situation og fokuseret på omkostningsminimering⁹⁵.

Ud af de virksomheder med faldende profitmarginer er der nogle virksomheder, som bliver påvirket mere end andre. Eksempelvis falder Danske Banks profitmargin til indeks 16 i 2008, og den stiger så svagt frem til 2010 til 52. Det er i 2008 og 2009, at Danske Bank foretager nedskrivningerne på goodwillen i Irland og Norge samt Letland og Litauen. Et kraftigt fald i profitmarginen ses også hos Jyske Bank, hvor profitmarginen i 2008 falder til indeks 44 for herefter at falde yderligere i 2009 til 33, og først i 2010 sker der en stigning til indeks 55. Som nævnt

⁹⁴ Driften referer til virksomhedens drift uden finanseringselementet

⁹⁵ Interview med analytikere

tidligere, har Jyske Bank ikke foretaget nogen nedskrivninger, hvorfor faldet i profitmarginen ikke kan sammenkobles med en nedskrivning på goodwill. Hos Nordea, Tryg og Topdanmark ses også et fald i profitmarginen, og tabellen viser dermed en klar tendens til, at det er de finansielle virksomheder, som er blevet påvirket mest på profitmarginen af finanskrisen.

A.P. Møller Mærsk foretager nedskrivninger over hele perioden, men det er kun i 2009, at profitmarginen falder til under indeks 100. Nedskrivningen i 2009 henføres til Broström Gruppen, og den faldende profitmargin kan derfor godt sammenkobles til de svage markedsforhold, som resulterer i nedskrivningen. Den stigende profitmargin på indeks 134 i 2010 hænger dog ikke sammen med, at de i 2010 igen foretager nedskrivning på Broström Gruppen, men som analytikerne påpeger, har der været fokus på omkostningsminimering, hvilket kan være én af forklaringerne.

Genmabs profitmargin ligger på indeks 99 i 2009, hvor de foretager nedskrivningen på produktionsfaciliteten, og valget om at frasælge produktionsfaciliteten kan derfor godt hænge sammen med den faldende profitmargin, selvom faldet dog ikke er markant. For Daniscos vedkommende ligger profitmarginen over indeks 100 i hele perioden, og den kan derfor ikke sammenkobles med de nedskrivninger, som er foretaget i 2008 frem til 2010. Som det er beskrevet tidligere, forklarer Danisco i årsrapporterne nedskrivningen af "Sweeteners" med, at CGU'en forventes frasolgt, og nedskrivningen skal derfor ses som en ledelsesmæssig beslutning om omstrukturering, hvorfor en faldende profitmargin ikke nødvendigvis var forventet i dette tilfælde. Novozymes foretager nedskrivning i både 2007 og 2008 og har i 2008 en profitmargin, som ligger på indeks 99. Der ses derfor ingen klar sammenkobling mellem de foretagne nedskrivninger og profitmarginens udvikling, og det samme gør sig gældende for TDC, som over hele perioden har stigende profitmarginer, men foretager nedskrivninger på deres "Sunrise" CGU.

Den manglende sammenhæng mellem profitmarginerne og nedskrivningerne skal ses i lyset af, at ovenstående profitmarginer er for virksomheden som helhed og ikke på CGU niveau. Der vil derfor være CGU'er i virksomhederne, som bidrager positivt til profitmarginerne, og CGU'er, som bidrager negativt. Udgangspunktet for at vælge at inddrage profitmarginerne på virksomhedsniveau er, at afhandlingens "[Kapitel 4 - Allokering af goodwill](#)" diskuterer problemstillingen om, at virksomhederne allokerer goodwillen til et for højt CGU niveau. Denne problemstilling synliggøres i denne del af analysen, da sammenkoblingen mellem virksomhedens profitmargin og nedskrivninger på de enkelte CGU'er ikke fremgår tydeligt.

“Tabel 17: Indeksering af virksomhedernes profitmarginer” synliggør analytikernes vurdering af, at virksomhederne ikke er væsentligt påvirket af finanskrisen på deres driftseffektivitet, da over halvdelen af virksomhederne har formået at fastholde eller øge deres profitmarginer i den analyserede periode. Dette er ifølge analytikernes vurdering den største medvirkende faktor til, hvorfor der ikke er foretaget flere nedskrivninger.

7.2 - Virksomhedernes værdiskabelse

For at opnå en bedre forståelse af virksomhedernes driftsperformance sammenlignes virksomhedernes *Return on invested capital (ROIC)* med den gennemsnitlige anvendte WACC, som er analyseret i “Kapitel 6 - Fastlæggelse af diskonteringsfaktoren”. Nøgletallet ROIC er et udtryk for virksomhedens evne til at generere indtjening på basis af investeringerne i de operationelle aktiver⁹⁶. Hvis ROIC overstiger den anvendte WACC, vil virksomhedens driftsaktivitet bidrage til, at der skabes værdi i virksomheden. Sammenligningen er opstillet nedenfor i “Tabel 18: Sammenligning af WACC med ROIC”. For de virksomheder, hvor WACC'en overstiger ROIC'en, er feltet markeret med blå.

⁹⁶ Financial Statement Analysis, side 94

Tabel 18: Sammenligning af WACC med ROIC

Return on invested capital sammenholdt med WACC								
Virksomheder	2007		2008		2009		2010	
	ROIC	WACC	ROIC	WACC	ROIC	WACC	ROIC	WACC
A.P. Møller Mærsk	8,2%	9,0%	7,4%	7,5%	-0,2%	8,5%	10,5%	8,5%
Bang og Olufsen	6,4%	10,0%	-18,5%	10,0%	-18,5%	10,0%	-0,7%	10,0%
Carlsberg	7,5%	11,0%	6,9%	10,0%	5,1%	8,2%	6,8%	9,2%
Chr. Hansen Holding	6,5%	N/A	6,2%	7,6%	4,2%	7,2%	3,7%	10,0%
Coloplast	16,9%	9,0%	15,3%	10,5%	18,3%	8,1%	25,3%	8,1%
Danisco	5,7%	7,0%	6,2%	7,5%	1,4%	7,1%	3,8%	7,2%
Danske Bank	2,7%	12,0%	1,1%	12,0%	0,9%	12,0%	1,4%	12,0%
DSV	14,0%	11,8%	13,3%	10,4%	3,4%	11,9%	12,2%	9,8%
FLSmidth & co.	26,1%	9,5%	23,5%	9,5%	23,8%	9,5%	15,4%	9,5%
Genmab	-16,9%	N/A	-37,7%	9,0%	-57,3%	N/A	-25,2%	N/A
GN Store Nord	0,1%	14,0%	0,7%	13,0%	-0,2%	11,5%	28,3%	10,0%
H. Lundbeck	21,2%	8,0%	17,1%	9,0%	19,4%	7,0%	20,1%	10,6%
Jyske Bank	4,1%	15,0%	2,8%	15,0%	1,2%	15,0%	1,2%	15,0%
NKT Holding	17,3%	13,4%	8,2%	11,9%	5,3%	11,5%	4,9%	11,1%
Nordea	5,4%	N/A	4,5%	8,5%	2,9%	8,5%	2,7%	9,5%
Novo Nordisk	26,9%	N/A	28,6%	N/A	30,6%	N/A	38,8%	9,0%
Novozymes	20,7%	13,5%	18,8%	8,5%	18,0%	7,0%	18,8%	5,6%
Pandora	N/A	N/A	N/A	9,7%	28,4%	11,9%	34,5%	8,4%
TDC	32,6%	8,8%	35,5%	8,5%	30,1%	7,9%	28,7%	8,4%
Topdanmark	25,9%	13,0%	0,2%	13,0%	14,2%	12,0%	11,9%	12,0%
Torm	1,5%	9,0%	-14,3%	9,0%	0,8%	9,0%	8,3%	8,2%
Tryg	19,9%	N/A	8,4%	N/A	19,1%	15,4%	6,0%	14,9%
Vestas Wind systems	19,3%	17,2%	27,6%	17,0%	20,3%	13,2%	5,5%	15,9%
William Demant Holding	39,7%	8,0%	28,8%	9,0%	28,2%	9,0%	25,6%	9,0%
Gennemsnit	13,6%	11,1%	8,3%	9,4%	9,1%	10,1%	12,0%	10,1%
Antal af virksomheder hvor WACC overstiger ROIC			8	13	12	11		

Kilde: Thomson ONE Banker, Financial ratios

Tabellen viser, at omkring halvdelen af virksomhederne i 2008 og 2009 ikke formår at skabe værdi på baggrund af driftsaktiviteten. Det er dog kun i NKT Holding og Topdanmark, hvor forholdet har udviklet sig fra positivt i 2007 til negativt i 2008. Såfremt Chr. Hansen Holding, Nordea, Novo Nordisk, Pandora og Tryg havde givet oplysninger vedrørende den anvendte WACC i årsrapporten, kunne udviklingen i tabellen have set anderledes ud, og stigningen i antallet af virksomheder med negativ værdiskabelse ville derfor ikke nødvendigvis gå fra 8 til 13 virksomheder i 2008. For at få et klarere billede af udviklingen udelukkes de virksomheder, hvor jeg ikke har information om enten WACC'en eller ROIC'en, og andelen af virksomheder med negativt forhold mellem de to nøgletal fremkommer i nedenstående tabel.

Tabel 19: Antal af virksomheder med negativ værdiskabelse sammenlignet med antallet af virksomheder med tilgængelige oplysninger

Andel af virksomheder med negativ værdiskabelse				
	2007	2008	2009	2010
Virksomheder i alt	18	21	22	23
Virksomheder med negativ værdiskabelse	8	13	12	11
Andel af virksomheder med negativ værdiskabelse	44%	62%	55%	48%

Kilde: Egen tilvirkning

Af tabellen ses en markant stigning fra 44 % i 2007 til 62 % i 2008, hvorefter andelen falder frem til 2010. Dette viser, at virksomhedernes evne til at skabe værdi gennem driftsaktiviteten er påvirket gennemsnitligt negativt af finanskrisen. Den negative værdiskabelse opstår i 2008 og 2009, hvor den gennemsnitlige WACC overstiger den gennemsnitlige ROIC, jf. "Tabel 18: Sammenligning af WACC med ROIC", hvorefter gennemsnittet for virksomhedernes nøgletal i 2010 viser, at der igen sker værdiskabelse.

Ses der på nøgletallene for de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger i årene, ses der et mindre forklarende element imellem forholdet og de foretagne nedskrivninger. A.P. Møller Mærsk har kun negativ værdiskabelse i 2009, men har foretaget nedskrivninger alle årene, og for Bang & Olufsen er det omvendt, hvor der er negativ værdiskabelse alle år, men kun foretaget nedskrivning i 2008 og 2009. Forskellen imellem WACC og ROIC er dog størst i nedskrivningsårene, hvilket er det samme billede, der tegner sig for Carlsberg, Danisco og Danske Bank. For Coloplast og TDC er der positiv værdiskabelse alle årene, og der ses ingen sammenhæng til, at nedskrivningerne foretages i de år, hvor den positive værdiskabelse er mindst. Det mindre forklarende element i analysen består dermed af, at for de virksomheder, som generelt har en negativ værdiskabelse, foretages nedskrivningen i de år, hvor forholdet er mest negativt. Jyske Bank har dog en negativ værdiskabelse over hele perioden, og den har ikke foretaget nogen nedskrivninger, hvorfor sammenhængen ikke kan kobles direkte til, at en virksomhed har foretaget nedskrivninger.

7.3 - Ledelsesudskiftning

Amerikanske undersøgelser viser, at nedskrivninger på goodwill ofte forekommer i forbindelse med en ledelsesudskiftning⁹⁷. Dette skyldes primært, at den nye ledelse ikke er ansvarlig for en

⁹⁷ Leading indicators of goodwill impairment

tidligere vurdering af en foretagens virksomhedssammenslutning, og den står dermed ikke til ansvar for, om virksomhedssammenslutningen kan opretholde den goodwillværdi, som ledelsen på overtagelsestidspunktet vurderede. Samtidig vil en ny ledelse ofte gerne overbevise investorerne om, at ledelsesskiftet medfører forandring, hvilket eksempelvis kan gøres ved at foretage en "oprydning" og dermed nedskrive på goodwill. Ofte vil en ledelsesmæssig udskiftning også ske som led i en strategisk beslutning, hvor virksomheden skal tilpasses nye markeder, trimmes eller lignende. I den forbindelse kan ledelsen have nye fokusområder, og nedskrivninger på goodwill kan dermed være en indikation af, at bestemte dele af virksomheden på længere sigt skal frasælges eller nedprioriteres. Nedenstående figur viser en oversigt over analysens virksomheder og de ændringer, der har været i den øverste ledelse i perioden fra 2007 til 2010. Oplysningerne er fra virksomhedernes årsrapporter, og såfremt der i regnskabsåret har været udskiftning af den administrerende direktør, er dette angivet med et C, og ved udskiftning af bestyrelsesformanden er dette angivet med B.

Figur 14: Ændringer i den øverste ledelse

Ændring i den øverste ledelse (C=CEO og B=bestyrelsesformand)				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk				
Bang og Olufsen				B
Carlsberg				B
Chr. Hansen Holdig				
Coloplast				
Danisco				
Danske Bank				
DSV		C+B		
FLSmidth & co.				
Genmab				C
GN Store Nord		B	C	C
H. Lundbeck		C		
Jyske Bank				
NKT Holding				
Nordea				B
Novo Nordisk				
Novozymes				
Pandora				B
TDC		C+B		
Topdanmark			C	
Torm		C		C
Tryg				C
Vestas Wind systems				
William Demant Holding				

Kilde: Egen tilvirkning

Ændringen i DSV i 2008 består af, at den administrerende direktør Kurt K. Larsen blev valgt som bestyrelsesformand og udtrådte derfor af direktionen⁹⁸. Ændringen i den øverste ledelse hos DSV er derfor ikke ligeså markant som for TDC, hvor det både er en ny bestyrelsesformand og ny administrerende direktør i 2008. Henrik Poulsen tiltræder som administrerende direktør og erstatter Jens Alder, mens Henning Dyremose erstattes som bestyrelsesformand af Vagn Sørensen. Ændringen i ledelsen hos TDC skal ses som en del af en strategisk beslutning om strømlining af virksomheden.

“Figur 14: Ændringer i den øverste ledelse” viser, at der ikke er sket yderligere væsentlige ændringer i virksomhedernes øverste ledelser. Den stabile sammensætning af den øverste ledelse og de relativt beskedne foretagne nedskrivninger er i overensstemmelse med resultatet af de amerikanske undersøgelser.

Undersøgelsen viser også, at der er større sandsynlighed for, at nedskrivninger af goodwill foretages, når hele virksomhedens indtjening er dårlig frem for, at det blot er den pågældende CGU's indtjening, som er dårlig. Dette resultat er i overensstemmelse med nærværende afhandlings tidligere resultater, som viser, at de analyserede virksomheders profitmarginer ikke har været væsentligt påvirket af finanskrisen, og de kan dermed medvirke til at forklare, at der ikke er foretaget så mange goodwill nedskrivninger. Samtidig understøtter det også, at analytikerne mener, at goodwillallokeringen sker på et for højt niveau, således at den enkelte CGU's præstation ikke resulterer i nedskrivninger.

7.4 - Følsomhedsberegninger

Som det fremgår af “Kapitel 5 - Opgørelse af genindvindingsværdien”, skal virksomhederne oplyse om følsomhedsberegninger. Virksomhedernes årsrapporter er blevet gennemgået, og nedenfor er opstillet en oversigt, som viser hvilke virksomheder, som omtaler følsomhedsberegningerne.

⁹⁸ Fondsbørsmeddelelse nr. 307

Tabel 20: Oversigt over hvilke virksomheder som oplyser om følsomhedsberegninger

Følsomhedsberegninger				
Virksomheder	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	OK	OK	OK	N/A
Bang og Olufsen	N/A	N/A	N/A	N/A
Carlsberg	OK	OK	OK	OK
Chr. Hansen Holdig	N/A	N/A	N/A	N/A
Coloplast	N/A	N/A	N/A	N/A
Danisco	N/A	N/A	N/A	N/A
Danske Bank	OK	OK	OK	OK
DSV	OK	OK	OK	OK
FLSmidth & co.	N/A	N/A	N/A	N/A
Genmab	N/A	OK	N/A	N/A
GN Store Nord	OK	OK	OK	OK
H. Lundbeck	N/A	N/A	N/A	N/A
Jyske Bank	N/A	N/A	N/A	N/A
NKT Holding	N/A	OK	OK	OK
Nordea	N/A	N/A	OK	N/A
Novo Nordisk	N/A	N/A	N/A	N/A
Novozymes	N/A	N/A	OK	OK
Pandora	N/A	OK	OK	OK
TDC	OK	OK	OK	OK
Topdanmark	N/A	N/A	N/A	N/A
Torm	OK	OK	OK	OK
Tryg	N/A	N/A	OK	OK
Vestas Wind systems	OK	OK	OK	OK
William Demant Holding	N/A	N/A	N/A	N/A
Antal af virksomheder med følsomhedsberegninger	8	11	13	11
Andel	33%	46%	54%	46%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af tabellen, er det langt fra alle virksomhederne, der omtaler følsomhedsberegningerne. Ud af de virksomheder, som oplyser om dette, har 7 virksomheder omtalt forholdet generelt ved at angive, at sandsynlige ændringer i de anvendte faktorer ikke vil resultere i et nedskrivningsbehov. Oplysningskravet har til formål at give regnskabsbrugeren en forståelse af, hvor meget forudsætningerne kan ændre sig, før nedskrivningstesten vil resultere i et nedskrivningsbehov. Analysen viser, at virksomhederne ikke er gode nok til at afdække regnskabsbrugers informationsbehov på dette område.

7.5 - Forudsigelse af goodwill nedskrivninger

Hughes & Hayn har foretaget en undersøgelse af, om nedskrivninger på goodwill kan forudsiges. Modellen er inspireret af studier af konkurser, da de argumenterer for, at begge undersøgelser

tager udgangspunkt i virksomhedens finansielle levedygtighed⁹⁹. Det er ikke sandsynligt, at en nedgang i virksomhedens performance i én periode vil resultere i en nedskrivning, hvorfor modellen bygges op om flere perioder, hvor virksomhedernes performance analyseres. Hughes & Hayn opstiller forventninger om, at nedskrivningerne er påvirket af virksomhedssammenslutningens karakter samt den efterfølgende performance af den overtagede virksomhed.

7.5.1 - Virksomhedssammenslutningens karakter

Analysen tager udgangspunkt i 4 forskellige forhold, som forventes at have en indflydelse på sandsynligheden for, at der foretages nedskrivninger. (1) Betaling af en væsentlig præmie i forbindelse med virksomhedssammenslutningen. (2) Tilstedeværelsen af flere forskellige interesserede købere. (3) En væsentlig andel af goodwill i forhold til overtagelsesprisen. (4) Betaling med aktier fra den overtagende virksomhed. Det antages, at såfremt der betales en væsentlig præmie i forbindelse med virksomhedssammenslutningen, vil goodwillværdien være overvurderet, hvilket vil resultere i en nedskrivning i fremtiden. Ledelsen i den overtagende virksomhed vil således have overvurderet den overtagede virksomheds performance i forhold til resten af markedets forventninger, og der opstår derfor en sandsynlighed for, at denne forventede performance ikke kan opretholdes. Det forhold, at der eksisterer flere interesserede købere, kan resultere i hvad M&A (mergers and acquisitions) litteraturen kalder "the winners course". "The winners course" refererer til, at den overtagende virksomhed vil betale en overpris for herigennem at kunne overtage virksomheden frem for de andre interesserede købere.

Den relative andel af goodwill i forhold til købsprisen relaterer sig til det forhold, at goodwill værdien er subjektivt vurderet, og såfremt værdien udgør en relativ stor andel af købsprisen, vil der være en risiko for, at der betales en overpris for virksomheden. Indikationen af, at der betales en overpris, vil også være til stede, såfremt betalingen sker med egne aktier. Dette skyldes, at den overtagende virksomhed vil være mere følsom overfor at tabe kontanter i en virksomhedssammenslutning, så hvis betalingen sker med aktier, er der en større risiko for, at der betales en overpris.

Foruden ovennævnte faktorer medtager Hughes & Hayn også markedets reaktion på virksomhedssammenslutningen, målt ved afkastet af aktierne i den overtagende virksomhed i annonceringsperioden. Markedets reaktion vil give en indikation af, om aktionærene vurderer virksomhedssammenslutningen som fordelagtig, eller om de eventuelt vurderer, at der sker en overbeta-

⁹⁹ Leading indicators of goodwill impairment

ling. Desuden medtages den overtagendes virksomheds aktivitet inden for virksomhedssammenlutninger, da det antages, at risikoen for overbetaling er større, jo flere virksomhedssammenlutninger som foretages inden for samme periode. Denne antagelse bygger på, at ledelsen i den overtagende virksomhed enten ikke har den fornødne tid til at undersøge target-virksomheden grundigt nok, eller ikke har tilstrækkelig ledelsesmæssige ressourcer til at dække alle virksomhedssammenlutningerne lige grundigt.

7.5.2 - Performance indikatorer

IAS 36 indeholder en opstilling af faktorer, som kan indikere et behov for nedskrivning, men faktorerne er af meget overordnet karakter. Undersøgelsen foretaget af Hughes & Hayn anvender derfor finansielle nøgletal, inspireret af modeller til at forudsige konkurser. Begrænsningen i anvendelsen af nøgletal opstår dog som følge af, at virksomhederne ikke rapporterer direkte om den finansielle performance på CGU niveau, og det er derfor vanskeligt at måle den finansielle performance, som relaterer sig til goodwillen. Dette er også et resultat af, at goodwillen opstår som synergier på tværs af virksomheden, og den er derfor vanskelig at udskille fra resten af virksomheden. Udgangspunktet for at måle den finansielle performance er derfor segmentrapporteringen, hvor indikatorerne bliver målt på følgende performance mål. (1) Driftsindkomst-til-identificerbare aktiver. (2) Return on assets (ROA), hvor det er ændringen i ROA fra det ene år til det næste, som anvendes. (3) Driftstab. (4) Den procentvise ændring i salget fra det ene år til det andet. Desuden foreskriver IAS 36, at en ændring i konkurrencen på markedet kan indikere et nedskrivningsbehov, hvorfor den sidste parameter (5) vil være ændringen i konkurrencen målt ved Herfindahl indekset. Desuden indgår hele virksomhedens ROA, hvilket skyldes, at goodwillen for nogle virksomheder ikke let kan udskilles til én aktivitet frem for en anden, eller at virksomhedens segmentrapportering ikke er detaljeret nok, hvorfor der måles på virksomheden som helhed. Derudover medtages virksomhedens overnormale afkast i perioden, da markedets forventninger til virksomhedens som helhed kan indikere et nedskrivningsbehov.

7.5.3 - Resultater af undersøgelsen

Dataene fra undersøgelsen er delt op i en gruppe af virksomheder, som ikke har foretaget nedskrivninger i den analyserede periode (non-WO) samt virksomheder, som har foretaget nedskrivninger (WO). Undersøgelsen af virksomhedssammenlutningens karakter viser en klar sammenhæng mellem overbetaling og nedskrivninger. I gruppen WO er der betalt en præmie på 47,6 % i forhold til markedsværdien af egenkapitalen, hvorimod der i gruppen non-WO er betalt 40,8 %.

Forskellen er statistisk set signifikant. Derudover udgør den relative andel af goodwill i forhold til købsprisen 58,4 % i WO gruppen sammenlignet med 44,8 % i non-WO gruppen, og i WO gruppen har 41,6 % anvendt egne aktier som betaling, hvor denne andel udgør 34,5 % i non-WO gruppen. Resultaterne viser dermed en klar sammenhæng mellem overbetaling og efterfølgende nedskrivninger. Denne sammenhæng vises også i aktionærernes reaktion i annonceringsperioden, hvor afkastet for WO gruppen var negativt. Den antagelse, at virksomheder med større aktivitet inden for virksomhedssammenslutninger, sandsynligvis ville betale en overpris, bliver ikke bekræftet af undersøgelsen. Tværtimod har WO gruppen foretaget færre virksomhedssammenslutninger i perioden end non-WO gruppen.

Performance indikatorerne viser også en sammenhæng med nedskrivninger. Ændringen i ROA på segmentniveau 2 år efter virksomhedssammenslutningen er signifikant lavere i WO gruppen, hvilket også afspejles i en større andel af segmenter med driftstab. Konkurrencen er øget for begge grupper efter virksomhedsovertagelserne, hvorfor dette forhold ikke vurderes som værende indikator på efterfølgende goodwill nedskrivninger. Det samme gør sig gældende for ROA på virksomhedsniveau, da nøgletallet ligger på samme niveau for begge grupper. Afkastet i perioden efter virksomhedssammenslutningen er derimod mere negativt for virksomhederne i WO gruppen, men forskellen i afkastet er ikke statistisk signifikant.

Ovenstående resultater har et tidsэлемент i sig, da undersøgelsen indeholder en 10-årig periode, og Hughes & Hayn udvider derfor analysen til at efterforske dette tidsэлемент. De 2 grupper opdeles derfor i to undergrupper, som henholdsvis repræsenterer virksomhedssammenslutninger foretaget i den første del af den analyserede periode (1988-1994) og den sidste del af perioden (1995-1998). Undersøgelsen viser, at 1/3 af de nedskrivninger, som er blevet foretaget i WO gruppen, er foretaget 6 - 11 år efter virksomhedssammenslutningen. Dette resultat kan være påvirket af den generelle økonomi i denne periode, så for at udelukke dette foretages en sammenligning af virksomhedernes performance med tilsvarende virksomheder i samme branche og størrelse i non-WO gruppen. Denne sammenligning viser, at WO gruppen har væsentlig dårligere performance end sammenligningsgruppen i perioden, før nedskrivningen foretages. Denne sammenligning indikerer, at virksomhederne i WO gruppen først foretager nedskrivninger, når der er en væsentlig forskel mellem virksomhedens performance sammenlignet med tilsvarende virksomheder i branchen, og der eksisterer derved en tidsforskydning fra, hvornår den dårlige performance begynder, til at nedskrivningen foretages for 1/3 af de undersøgte virksomheder.

Denne undersøgelse bliver bekræftet i mine interviews med analytikerne, og den sammenkobles med begrebet "new normal". På nuværende tidspunkt har virksomhederne svært ved at vurdere niveauet for den finansielle performance, og de foretager derfor ikke nedskrivninger på denne baggrund, og i alle mine interviews har analytikerne vurderet, at vi kommer til at se nedskrivninger på goodwill i de kommende år. Dette forklares også med, at nedskrivninger på goodwill ikke kan tilbageføres, hvilket medfører, at ledelsen skal opnå større overbevisning om den dårlige performance, før en nedskrivning foretages.

Modellen til at forudsige goodwill nedskrivninger, som Hughes & Hayn tester, bliver begrænset væsentligt af, at virksomhedernes årsrapporter ikke indeholder tilstrækkelige oplysninger om de enkelte CGU'ers efterfølgende performance. Goodwill nedskrivningerne kan derfor bedst forudsiges ud fra virksomhedssammenslutningens karakter. Årsrapportens oplysninger er dermed ikke tilstrækkelige til, at stakeholders kan vurdere værdien af goodwillen og eventuelt identificere et nedskrivningsbehov.

7.6 - Sammenfatning

Det optimale for denne analyse ville være, at inddrage oplysninger om den finansielle performance på CGU-niveau. Dette er dog ikke muligt, og mine interviews med analytikere har belyst det forhold, at goodwill ofte allokeres på et højt niveau, hvorfor det er valgt at tage udgangspunkt i finansielle nøgletal på virksomhedsniveau. Analysen af de finansielle nøgletal viser, at der ikke er nogen klar sammenhæng mellem de analyserede virksomheders profitmarginer og de nedskrivninger, som er foretaget. Profitmarginerne har været forholdsvis stabile, og det er primært den finansielle branche, der har oplevet væsentlige fald i profitmarginerne. Som det fremgår af "[Kapitel 3 - Undersøgelse af udviklingen i de foretagne nedskrivninger](#)", er de finansielle virksomheder de virksomheder, der har den mindste andel af goodwill i forhold til de samlede aktiver, så et fald i profitmarginerne inden for disse virksomheder, kan ikke naturligt kobles til, at der på denne baggrund skal foretages nedskrivninger på goodwillen.

Analysen af virksomhedernes værdiskabelse viser, at andelen af virksomheder med negativ værdiskabelse stiger fra 44 % i 2007 til 48 % i 2010. Der ses derudover en mindre sammenhæng i, at når der er negativ værdiskabelse i virksomheden, foretages der nedskrivninger i de år, hvor den negative værdiskabelse er størst. Så selvom analysen af virksomhedernes profitmarginer viser,

at profitmarginerne er forholdsvis stabile, har finanskrisen haft en effekt på virksomhedernes værdiskabelse.

Kapitlet har inddraget en amerikansk undersøgelse, foretaget af Hughes & Hayn, hvor der undersøges hvilke parametre, der kan anvendes til at forudsige fremtidige goodwillnedskrivninger. I denne undersøgelse vises det, at de finansielle performance indikatorer ikke kan anvendes til at forudsige fremtidige goodwill nedskrivninger, da oplysningerne i årsrapporterne ikke er CGU-specifikke nok. Eftersom det i gennemsnit kun er ca. halvdelen af virksomhederne, der angiver følsomhedsberegninger i forbindelse med nedskrivningstesten, påvirker dette også regnskabsbrugerens mulighed for at vurdere et eventuelt nedskrivningsbehov.

Den amerikanske undersøgelse viser, at virksomhedssammenslutningens karakter kan være en faktor til at forudsige fremtidige nedskrivninger. I vurderingen af virksomhedssammenslutningens karakter indgår, om den overtagende virksomhed betaler en overpris for virksomheden.

Til sidst viser denne undersøgelse, at der eksisterer en tidsforskydning mellem, hvornår den dårlige performance af CGU'en begynder, til at der foretages nedskrivninger. Dette er i overensstemmelse med analytikernes vurdering, som forventer at virksomhederne foretager nedskrivninger i de kommende år.

Kapitel 8 - Hovedkonklusion

Min hovedhypotese var, at i forbindelse med finanskrisen, hvor markederne har været svækket, burde der være foretaget et stigende antal nedskrivninger på goodwill, eftersom indikationerne på værdifald har været til stede. Hypotesen var, at fra 2008 frem til analysens slutning i 3. kvartal 2011 ville de undersøgte virksomheder have foretaget væsentlig flere nedskrivninger på goodwill end i 2007 inden finanskrisens start. Hovedformålet med nærværende afhandling var derfor at undersøge, hvorledes udviklingen i C20 indeksets virksomheders nedskrivninger har været fra 2007 frem til 3. kvartal 2011 samt at søge en forklaring på denne udvikling. For at kunne undersøge dette startede afhandlingen med at definere, hvad goodwill er, og hvordan det skal behandles regnskabsmæssigt efter IFRS.

Historisk set har der eksisteret diskussioner om, hvorvidt goodwill kan indregnes i balancen som et aktiv, da målingen af værdien er særdeles vanskelig. Goodwill er teoretisk set et udtryk for virksomhedens evne til at skabe overnormal indtjening, og den består derfor af den kapitaliserede værdi af denne overnormale indtjening. Denne beregning er dog kompliceret, da det er svært at definere den overnormale indtjening. For at kunne måle værdien af goodwill er det derfor kun tilladt at indregne erhvervet goodwill efter IAS 36, hvor værdien opstår i forbindelse med en virksomhedssammenslutning. Goodwillen består derved af differencen mellem købsprisen og dagsværdien af nettoaktiverne i den overtagede virksomhed, og den symboliserer den merværdi, som den overtagende virksomhed er villig til at betale for ved overtagelsen. Merværdien skal i teorien repræsentere værdien af going concern i den overtagede virksomhed samt den forventede synergi, som opstår i forbindelse med virksomhedssammenslutningen. Der er dog risiko for, at værdien også repræsenterer en fejlvurdering af aktivernes dagsværdi samt en overpris.

På baggrund af den subjektive vurdering af værdien af goodwillen skal goodwillen årligt testes for nedskrivningsbehov, uanset om der er indikationer på værdifald. For at kunne vurdere nedskrivningsbehovet skal goodwillen ved virksomhedssammenslutningen, allokeres til rette CGU, og nedskrivningstesten skal således udføres på niveauet for den pågældende CGU. Årsrapporten skal indeholde oplysninger om nedskrivningstesten på CGU niveauet, og en nedskrivning skal føres i resultatopgørelsen, og den kan ikke tilbageføres efterfølgende.

Undersøgelsen af C20 indeksets virksomheders årsrapporter konkluderer, at min hovedhypotese kan forkastes. I 2008 og 2009 har kun 6 ud af de 26 undersøgte virksomheder foretaget ned-

skrivninger sammenlignet med 5 ud af 25 virksomheder i 2007. I 2010 er der kun 2 virksomheder, som har foretaget nedskrivninger, og frem til 3. kvartal 2011 har ingen virksomheder foretaget nedskrivninger på nuværende tidspunkt. Det største fællestræk for de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger er, at de CGU'er, som nedskrivningen vedrører, overvejes frasolgt, og dermed giver analysen en indikation af, at størstedelen af nedskrivningerne foretages som led i en strategisk beslutning. Dette er også i overensstemmelse med nedskrivningstestens formål, da en overvejelse om at frasælge en aktivitet oftest vil opstå når aktiviteten ikke bidrager til den indtjening som forventes.

For at undersøge de foretagne nedskrivninger nærmere, har jeg taget udgangspunkt i nedskrivningstestens enkelte bestanddele. I forbindelse med virksomhedssammenslutninger skal virksomheden allokere goodwillen til rette CGU. Allokeringen skal ske til det laveste niveau for den ledelsesmæssige rapportering, og den må ikke overstige segmentrapporteringen. Jeg havde en forventning om, at jo flere CGU'er, virksomheden har identificeret, jo større sandsynlighed er der for, at der foretages nedskrivninger, eftersom ændringer i pengestrømmene vil have en større effekt på mindre CGU'er, som dermed ikke bliver påvirket af forskellige aktiviteter. Konklusionen på undersøgelsen af C20 indeksets virksomheder er da også, at de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger, gennemsnitlig havde et højere antal af CGU'er end for virksomhederne i alt. Men antallet af CGU'er er ændret i den undersøgte periode for de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger, hvilket muligvis er et resultat af ændringen i IFRS 8, og der ses ingen sammenhæng mellem, at der foretages nedskrivninger i de år, hvor antallet af CGU'er er højere, hvorfor min forventning ikke direkte bliver bekræftet.

Det er analytikernes vurdering, at goodwillen ikke bliver allokert til et lavt nok niveau, hvilket er i overensstemmelse med undersøgelsen foretaget af Carsten Krogholt Hansen, Christian Petersen og Thomas Plenborg i 2005, hvor 1/3 af de undersøgte børsnoterede virksomheder ikke allokerede goodwillen til et lavere niveau end koncernniveau. Det gennemsnitlige antal af CGU'er for de 24 undersøgte virksomheder ligger mellem 2 og 3, og hvis analytikerne har ret i, at goodwillen ikke allokeres til det laveste niveau, vil et nedskrivningsbehov først vise sig, når størstedelen af virksomhedens pengestrømme ikke kan opretholde værdien af den indregnede goodwill. På denne baggrund kan det konkluderes, at dette kan være én af grundene til, at der ikke er foretaget flere nedskrivninger i årene efter 2007, som jeg havde forventet.

Nedskrivningstesten kan tage udgangspunkt i nettosalgsprisen eller kapitalværdien, og undersøgelsen af C20 indeksets virksomheder viser, at der kun i 2 tilfælde er anvendt nettosalgsprisen i vurderingen af genindvindingsværdien. Det konkluderes derved, at kapitalværdien er den mest anvendte metode til bestemmelse af genindvindingsværdien. Til brug for beregning af kapitalværdien estimeres CGU'ens forventede fremtidige pengestrømme i en budgetperiode, og de fremskrives herefter med en vækstrate i terminalperioden. Ifølge IAS 36 må vækstraten ikke overstige den forventede generelle vækst i markedet, og analysen viser, at virksomhederne gennemsnitligt anvender en vækstrate på 2,1 % til 2,4 %. Den gennemsnitlige vækstrate steg fra 2007 til 2008, men falder så efterfølgende, hvilket indikerer, at virksomhederne har nedjusteret forventningerne til den fremtidige vækst i 2009. Det konkluderes, at der ikke er nogen sammenhæng mellem den anvendte vækstrate og de foretagne nedskrivninger.

IAS 36 anbefaler en budgetperiode på 5 år, og analysen viser, at de undersøgte virksomheder i gennemsnit anvender en budgetperiode mellem 5,5 år og 4,8 år. Der hersker uenighed mellem analytikerne om, hvorvidt budgetperioden burde være kortere eller længere under finanskrisen. Nogle taler for, at budgetperioden burde være kortere end 5 år, eftersom estimeringen af de fremtidige pengestrømme er kompliceret på nuværende tidspunkt. Andre mener, at den burde være længere, da ledelsen herigennem aktivt tager stilling til de fremtidige pengestrømme længere tid i fremtiden og dermed mindsker værdien i terminalperioden. Det kan konkluderes, at de undersøgte virksomheder ikke har ændret væsentligt i længden af budgetperioden. De undersøgte virksomheder har dermed stadig de samme vækstforventninger, og eftersom terminalværdien udgør en relativ stor andel af den samlede kapitalværdiberegning, vil nedskrivningstesten ikke resultere i et nedskrivningsbehov. På denne baggrund konkluderes det, at de uændrede vækstrater samt budgetperioder indikerer, at virksomhederne ikke har ændret væsentligt ved deres forventninger til fremtiden, og de vil være én af de væsentligste forklaringer på, at antallet af nedskrivninger ikke har været stigende i perioden.

Til at beregne kapitalværdien indgår virksomhedens anvendte WACC. Fastlæggelsen af WACC'en bliver påvirket af den risikofrie rente og det tilhørende risikotillæg samt markedsrisikopræmien. På baggrund af udviklingen i disse faktorer havde jeg forventet en konstant eller svagt stigende WACC. Undersøgelsen af virksomhedernes anvendte WACC'er viser derimod, at den anvendte WACC gennemsnitligt er faldet fra 11,1 % til 10,1 %. Det konkluderes, at udviklingen skyldes, at den risikofrie rente er faldet i perioden, og virksomhederne har ikke samtidig øget risikotillægget. Dette kan til dels forsvares ved, at de undersøgte virksomheder er stabile virksomheder, og

det antages, at de har en stærk forhandlingsstyrke over for kreditgivere, hvorfor risikotillægget ikke nødvendigvis har været stigende i perioden. Dog skal WACC'en udtrykke den langsigtede forventning til renteniveauet, og der kan sættes spørgsmålstejn ved, om det nuværende lave renteniveau giver et retvisende billede af det fremtidige renteniveau.

Det kan konkluderes, at analysen ikke finder nogen sammenhæng mellem, at de virksomheder, som har foretaget nedskrivninger, anvender en højere WACC end gennemsnittet for alle virksomheder. Tværtimod er WACC'en lavere end gennemsnittet. Analysen viser dog en mindre indikation af, at der inden for den enkelte virksomhed foretages nedskrivninger i de år, hvor WACC'en er højest. Overordnet set konkluderes det, at den faldende WACC i perioden kan indgå som et forklarende element til, at antallet af nedskrivninger ikke har udviklet sig i overensstemmelse med min hovedhypotese.

Som basis for nedskrivningstesten indgår ledelsens vurdering af de fremtidige pengestrømme, og denne vurdering tager ofte udgangspunkt i den historiske performance. På baggrund af dette er der foretaget en analyse af virksomhedernes profitmarginer i perioden. Denne analyse viser, at profitmarginerne ligger på et forholdsvis stabilt niveau fra 2007 til 2010, og det kan på denne baggrund konkluderes, at faldende profitmarginer ikke på virksomhedsniveau har indikeret nedskrivningsbehov. Omvendt ser det ud, når analysen tager udgangspunkt i en sammenligning af virksomhedernes værdiskabelse på investeringerne. Andelen af virksomheder med negativ værdiskabelse stiger i 2008 og falder herefter til 48 % i 2010 sammenlignet med 44 % 2007. Ud fra analysen ses en sammenhæng i, at når virksomhederne har negativ værdiskabelse, foretages der nedskrivninger i de år, hvor den negative værdiskabelse er størst. Så på trods af stabile profitmarginer i perioden er virksomhederne påvirket af finanskrisen i forhold til værdiskabelsen, men det kan konkluderes, at denne negative værdiskabelse ikke har resulteret i nedskrivninger på goodwill.

Ovenstående kan muligvis sammenkobles med tidligere foretagne undersøgelser, som viser en tidsforskydning mellem nedadgående performance og nedskrivningerne. Denne antagelse bliver bekræftet af analytikerne, som vurderer, at virksomhederne vil foretage nedskrivninger i de kommende år. Derudover viser tidligere undersøgelser, at nedskrivninger med størst sandsynlighed kan forudsiges på baggrund af virksomhedssammenslutningens karakter og ikke på baggrund af virksomhedens performance. Dette skyldes, at virksomhedernes rapportering ikke er

tilstrækkelig detaljeret på CGU niveau, hvilket svækker vurderingen af et nedskrivningsbehov af de enkelte CGU'er.

Nærværende afhandling har afkræftet min hovedhypotese om, at de analyserede virksomheder havde øget antallet af nedskrivninger siden 2007. Det konkluderes, at de væsentligste årsager til dette er, at virksomhederne ikke allokerer goodwillen til så lave niveauer, at effekten af finanskrisen kan observeres, og at de undersøgte virksomheder ikke har ændret væsentligt i forudsætningerne, der ligger til grund for nedskrivningstesten. På denne baggrund konkluderes det, at størstedelen af de nedskrivninger, som er foretaget i perioden, er foretaget på baggrund af ledelsesmæssige strategiske beslutninger, og det er derfor ikke nødvendigvis ændringer i nedskrivningstestens elementer, som har resulteret i nedskrivningen.

Kapitel 9 - Perspektivering

Indeværende analyse er begrænset af den tilgængelige information i virksomhedernes årsrapporter. Det har indflydelse på vurderingen af virksomhedernes performance på CGU niveau, og det kunne derfor være interessant at indsamle oplysninger om virksomhedernes konkrete performance på dette niveau. Dette kunne eksempelvis udføres ved en omfattende spørgeskemaundersøgelse, og der kunne herigennem muligvis opnås en dybere forståelse af hvilke forudsætninger, som virksomhederne har lagt til grund for nedskrivningstesten.

Resultaterne er naturligvis også påvirket af den begrænsede tidsperiode, som analysen tager udgangspunkt i. Såfremt finanskrisens periode på nuværende tidspunkt havde været længere tid, havde resultaterne formentlig også set anderledes ud. Som jeg skriver i afhandlingen, eksisterer der sandsynligvis en tidsforskydning mellem nedgangen i virksomhedernes performance og nedskrivningerne, hvorfor analysen kunne være interessant at genoptage, når perioden kan omfatte eksempelvis en 10-årig periode.

Det er mig bevidst, at der er foretaget en tilsvarende analyse af de norske børsnoterede selskabers nedskrivninger i 2008 og 2009, hvoraf det fremgår, at der er foretaget væsentlig flere nedskrivninger. En videre analyse og sammenligning med indeværende analyses resultater kunne være interessant. Forskellen skyldes formentlig forskellen mellem danske og norske virksomheders struktur og cyklus, men en dybere forståelse af forholdet ville eventuelt kunne bidrage til en større forklaringsgrad af udviklingen i de danske virksomheders nedskrivninger. En yderligere tilgang til analysen kunne være at foretage en sammenligning med eksempelvis amerikanske virksomheders foretagne nedskrivninger eller udvide analysen til at omfatte alle danske virksomheder, som aflægger regnskab efter IFRS. Resultaterne kan være påvirket af, at analysen kun omfatter C20 indeksets virksomheder, som er forholdsvis stabile virksomheder, der ikke er blevet ligeså påvirket af finanskrisen, som andre virksomheder muligvis er. Dette kunne derfor være interessant at udvide analysen til at omfatte andre virksomheder og herigennem undersøge, om der har været foretaget flere nedskrivninger i andre typer af virksomheder.

Til sidst kunne en analyse af C20 virksomhedernes virksomhedssammenslutninger, som har resulteret i den indregnede goodwill, bidrage til en undersøgelse af, om virksomhedssammenslutningens karakter har en effekt på de foretagne nedskrivninger. Det kunne være interessant at

anvende Hughes & Hayn's forudsigelsesmodel og herigennem undersøge, om der fællestræk i virksomhedssammenslutningernes karakterer.

Kapitel 10 - Litteraturliste

Regnskabsstandarder:

- IASB's Begrebsramme, "*Conceptual Framework for financial reporting*" (gældende for regnskabsåret 2011)
- IFRS 3, "*Business combinations*" (gældende for regnskabsåret 2011)
- IFRS 5, "*Non-current assets held for sale and discontinued operations*" (gældende for regnskabsåret 2011)
- IFRS 8, "*Operating Segments*" (gældende for regnskabsåret 2011)
- IAS 36, "*Impairment of assets*" (gældende for regnskabsåret 2011)
- IAS 38, "*Intangible assets*" (gældende for regnskabsåret 2011)

Bøger:

- Sørensen, Ole og Elling O., Jens "*Regnskabsanalyse og værdiansættelse*", 2. udgave, 2. oplag, Gjellerup/Gads forlag 2005
- Fedders, Jan og Steffensen, Henrik "*Årsrapport efter internationale regnskabsstandarder - fra dansk praksis til IFRS*", 3. udgave, Forlaget Thomson 2008
- Elling O., Jens "*Finansiel rapportering - teori og regulering*", 1. udgave, Gjellerup 2009
- Blanchard, Olivier "*Macroeconomics*", 4. udgave, Pearson, Prentice hall
- Rosenfield, Paul "*Contemporary Issues in Financial Reporting*", Routledge 2006
- Petersen Vriborg, Christian "*Purchased goodwill. Accounting treatment and value relevance*", 1. udgave, Ph.D.-serie 15.2001, Handelshøjskolen I København
- Andersen, Ib "*Den skinbarlige virkelighed*", 3. udgave, Forlaget Samfundslitteratur 2006
- Petersen V., Christian og Plenborg, Thomas "*Financial Statement analysis and valuation*", 2011, Pearson

Publikationer:

- "*Impairment reporting improving stakeholder confidence*" af Ernst & Young, <http://www.ey.com/GL/en/Services/Transactions/Impairment-reporting-improving-stakeholder-confidence---Overview>

- *"Gennemførelse af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen"* af Tinus Bang Christensen, Jacob Erhardi, Hans-Jørgen Knudsen, Anders C. Madsen og Thomas Plenborg, Revision og Regnskabsvæsen, nr. 12, 2008
- *"IFRS 8 Operating Segments: Implementation Guidance"* af Ernst & Young, 2008
- *"Danske erfaringer med værdiforringelsestest"* del 1 og del 2 af Carsten Krogholt Hansen, Christian Petersen og Thomas Plenborg, Copenhagen Business School, 2005
- *"Prisfastsættelse på aktiemarkedet"* af PWC, 2010
- *"Tema: Årsregnskabslovens regler om nedskrivning på materielle og immaterielle aktiver"* af PWC, 2010
- *"Leading indicators of goodwill impairment"* af Patricia J. Hughes og Carla Hayn
- *"IAS 36 impairment testing: practical issues"* af Ernst & Young

Avisartikler:

- *"Den globale finanskriser"* af Runa Elgaard Pedersen og Morten Lykke Pedersen, Jyske Markets 21. november 2008, www.jyskebank.dk/finansnyt
- *"Økonomer: Bernstein er jubeloptimist"*, Børsen 20. september 2011
- *"C20 banket tilbage til 2009-niveau"*, Business.dk, d. 19. august 2011
- *"APMS andre virksomheder tabte 11 mia. kr. i 2008"*, Børsen.dk, <http://www.business.dk/boersnyt/apms-andre-virksomheder-tabte-11-mia.-kr.-i-2008>

Hjemmesider:

- Erhvervs & selskabsstyrelsen, www.eogs.dk
- Foreningen for statsautoriserede revisorer, www.fsr.dk
- Ernst & Young, www.ey.com
- Danmarks statistik, statistikbanken, www.statistikbanken.dk
- Mynewsdesk.com
- Euroinvestor, www.euroinvestor.dk
- DR/nyheder/penge, www.dr.dk
- Erhvervsbladet, www.erhvervsbladet.dk
- Npinvestor, www.npinvestor.dk
- Business.dk, www.business.dk
- Børsen, www.borsen.dk
- Jyllandsposten, www.epn.dk

Regnskaber:

1. A.P. Møller Mærsk (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
2. Bang & Olufsen, regnskabsafslutning 31. maj (2006/07, 2007/08, 2008/09, 2009/10 samt kvartalsrapportering for 1. kvartal i 2011/12)
3. Carlsberg (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
4. Chr. Hansen Holding, regnskabsafslutning 31. august (2006/07, 2007/08, 2008/09, 2009/10 samt 2010/11)
5. Coloplast regnskabsafslutning 30. september (2006/07, 2007/08, 2008/09, 2009/10 samt 2010/11)
6. Danisco A.P. Møller Mærsk (2007, 2008, 2009, 2010)
7. Danske Bank (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
8. DS Norden (2007, 2008, 2009, 2010)
9. DSV (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
10. FLSmidth (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
11. Genmab (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
12. GN Store Nord (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
13. H. Lundbeck (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
14. Jyske Bank (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
15. NKT (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
16. Nordea (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
17. Novo Nordisk (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
18. Novozymes (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
19. Pandora (2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
20. Sydbank (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
21. TDC (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
22. Topdanmark (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
23. Torm (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
24. Tryg (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
25. Vestas Wind Systems (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)
26. William Demant (2007, 2008, 2009, 2010 samt kvartalsrapportering for 3. kvartal 2011)

Andet:

- Regler for udstedere af aktier
- Thomson ONE Banker

Andre afhandlinger:

- Nielsen Søvæld, Tim "Applying IFRS Goodwill impairment test", Copenhagen Business School, 2005

Interviews:

- Aktieanalysechef Niels Granholm-Leth fra SEB
- Porteføljeforvalter Torben Sand fra ATP
- Chefanalytiker Morten Kongshaug fra Danske Bank
- Aktiechef Henrik Ekman fra Majinvest.

Bilag

Bilag 1

Antal	1. halvår 2007	2. halvår 2007	1. halvår 2008	2. halvår 2008	1. halvår 2009
1	A.P. Møller Mærsk B	A.P. Møller Mærsk B	A.P. Møller Mærsk B	A.P. Møller Mærsk B	A.P. Møller Mærsk B
2	Carlsberg B	Carlsberg B	Carlsberg B	Carlsberg B	Carlsberg B
3					
4	Coloplast B	Coloplast B			Coloplast B
5			D/S Norden	D/S Norden	D/S Norden
6	Danske Bank	Danske Bank	Danske Bank	Danske Bank	Danske Bank
7	DSV	DSV	DSV	DSV	DSV
8	FLSmidth & co.	FLSmidth & co.	FLSmidth & co.	FLSmidth & co.	FLSmidth & co.
9	GN Store Nord	GN Store Nord	GN Store Nord		
10	H. Lundbeck	H. Lundbeck	H. Lundbeck	H. Lundbeck	H. Lundbeck
11			NKT Holding	NKT Holding	NKT Holding
12	Novo Nordisk B	Novo Nordisk B	Novo Nordisk B	Novo Nordisk B	Novo Nordisk B
13	Novozymes B	Novozymes B	Novozymes B	Novozymes B	Novozymes B
14					
15	Sydbank	Sydbank	Sydbank	Sydbank	Sydbank
16					
17	Topdanmark	Topdanmark	Topdanmark	Topdanmark	Topdanmark
18	Tryg	Tryg	Tryg	Tryg	Tryg
19	Vestas Wind systems	Vestas Wind systems	Vestas Wind systems	Vestas Wind systems	Vestas Wind systems
20	William Demant Holding	William Demant Holding	William Demant Holding	William Demant Holding	William Demant Holding
21	Danisco	Danisco	Danisco	Danisco	Danisco
22	Nordea	Nordea	Nordea	Nordea	Nordea
23		Genmab	Genmab	Genmab	Genmab
24	Jyske Bank			Jyske Bank	
25	Bang & Olufsen				
26		A.P. Møller Mærsk A	A.P. Møller Mærsk A	A.P. Møller Mærsk A	A.P. Møller Mærsk A
27	Torm	Torm			
I alt	20	20	20	20	20

Finanskrisens effekt på goodwill nedskrivninger

Bilag 1 (fortsat)

Antal	2. halvår 2009	1. halvår 2010	2. halvår 2010	1. halvår 2011	2. halvår 2011
1	A.P. Møller Mærsk B	A.P. Møller Mærsk B	A.P. Møller Mærsk B	A.P. Møller Mærsk B	A.P. Møller Mærsk B
2	Carlsberg B	Carlsberg B	Carlsberg B	Carlsberg B	Carlsberg B
3				Chr. Hansen Holdig	Chr. Hansen Holdig
4	Coloplast B		Coloplast B	Coloplast B	Coloplast B
5	D/S Norden	D/S Norden	D/S Norden		D/S Norden
6	Danske Bank	Danske Bank	Danske Bank	Danske Bank	Danske Bank
7	DSV	DSV	DSV	DSV	DSV
8	FLSmidth & co.	FLSmidth & co.	FLSmidth & co.	FLSmidth & co.	FLSmidth & co.
9				GN Store Nord	GN Store Nord
10	H. Lundbeck	H. Lundbeck	H. Lundbeck		H. Lundbeck
11	NKT Holding	NKT Holding	NKT Holding	NKT Holding	NKT Holding
12	Novo Nordisk B	Novo Nordisk B	Novo Nordisk B	Novo Nordisk B	Novo Nordisk B
13	Novozymes B	Novozymes B	Novozymes B	Novozymes B	Novozymes B
14				Pandora A/S	Pandora A/S
15	Sydbank	Sydbank	Sydbank	Sydbank	Sydbank
16					TDC
17	Topdanmark	Topdanmark	Topdanmark	Topdanmark	Topdanmark
18	Tryg	Tryg	Tryg	Tryg	Tryg
19	Vestas Wind systems	Vestas Wind systems	Vestas Wind systems	Vestas Wind systems	Vestas Wind systems
20	William Demant Holding	William Demant Holding	William Demant Holding	William Demant Holding	William Demant Holding
21	Danisco	Danisco	Danisco	Danisco	
22	Nordea	Nordea	Nordea	Nordea	
23	Genmab	Genmab			
24		Jyske Bank	Jyske Bank		
25					
26	A.P. Møller Mærsk A	A.P. Møller Mærsk A	A.P. Møller Mærsk A	A.P. Møller Mærsk A	
27					
I alt	20	20	20	20	20

Kilder:

- 2007: <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2007/06/01/111758.htm?rss=true>
<http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2007/11/28/131306.htm?rss=true> og
<http://www.erhvervsbladet.dk/boersnyt/gevinstloest-c20-indeks-i-2008>
- 2008: <http://npinvestor.dk/nyheder/nyt-c20-indeks-traeder-i-kraft-mandag-169787.aspx>
- 2009: <http://www.business.dk/boersnyt/ingen-aendring-i-c20-indekset-i-aar> og
<http://www.business.dk/boersnyt/coloplast-ud-af-c20-indeks-jyske-bank-ind>
- 2010: http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/196715/massiv_udskiftning_i_c20-indekset.html og
<http://epn.dk/investor/article2264313.ece>
- 2011: <http://npinvestor.dk/nyheder/tdc-d-s-norden-og-lundbeck-goer-comeback-i-c20-226284.aspx>

Bilag 2

Interviewguide

1. Den generelle udvikling af foretagne nedskrivninger
 - a. Hvorfor er der ikke foretaget de nedskrivninger som jeg havde forventet?
 - b. Er der fællestræk for de virksomheder som har foretaget nedskrivninger?
 - c. Er der virksomheder som efter din mening burde have foretaget nedskrivninger?
2. Allokering til CGU'er
 - a. Hvor gode er virksomhederne til at allokere goodwillen til rette CGU?
 - b. Bliver goodwillen allokert til et for højt niveau, som resulterer i at nedskrivningstesten ikke viser behov for nedskrivning?
 - c. Er der generelt et stort spænd imellem den bogførte værdi og kapitalværdien af goodwill som medfører at der sjældent er et nedskrivningsbehov?
3. Estimering af de fremtidige pengestrømme
 - a. Hvor gode er virksomhederne til at estimere de fremtidige pengestrømme?
 - b. Anvender virksomheden en for kort eller for lang budgetperiode i forhold til hensynet om et normaliseret udgangspunkt?
 - c. Er virksomhederne for optimistiske i deres vurdering af den fremtidige vækstrate?
 - d. Terminalværdiledet udgør ofte en væsentlig andel af den samlede kapitalværdi - giver det et retvisende billede?
4. Fastlæggelse af diskonteringsrenten
 - a. Hvor gode er virksomhederne til at fastlægge diskonteringsrenten (WACC'en)
 - b. Hvordan er WACC'en blevet påvirket af "finanskrisen"?
5. Er der andre forhold som taler for eller imod den udvikling vi har set i de foretagne nedskrivninger?

Finanskrisens effekt på goodwill nedskrivninger

Bilag 3

Virksomheder	Goodwill			
	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	2.817.000.000	2.334.000.000	3.112.000.000	3.378.000.000
Bang og Olufsen	44.800.000	44.800.000	44.800.000	44.700.000
Carlsberg	16.946.000.000	48.663.000.000	46.911.000.000	50.820.000.000
Chr. Hansen Holdig	4.323.000.000	4.563.000.000	4.495.039.450	4.663.700.000
Coloplast	639.000.000	641.000.000	629.000.000	670.000.000
D/S Norden	0	0	0	0
Danisco	10.399.000.000	8.110.000.000	7.538.000.000	6.996.000.000
Danske Bank	23.301.000.000	19.573.000.000	18.250.000.000	18.773.000.000
DSV	4.424.000.000	7.170.000.000	7.491.000.000	7.615.000.000
FLSmidth & co.	3.191.000.000	3.263.000.000	3.369.000.000	3.663.000.000
Genmab	0	313.829.000	0	0
GN Store Nord	2.525.000.000	2.655.000.000	2.605.000.000	2.861.000.000
H. Lundbeck	882.000.000	882.000.000	3.520.000.000	3.792.000.000
Jyske Bank	203.109.000	215.517.000	215.239.000	215.612.000
NKT Holding	905.400.000	1.042.900.000	1.051.700.000	1.147.500.000
Nordea	0	135.000.000	1.071.000.000	1.312.000.000
Novo Nordisk	68.000.000	71.000.000	74.000.000	70.000.000
Novozymes	500.000.000	415.000.000	443.000.000	513.000.000
Pandora	0	932.000.000	1.208.000.000	1.905.000.000
Sydbank	0	0	0	0
TDC	23.474.000.000	21.013.000.000	25.126.000.000	15.974.000.000
Topdanmark	441.000.000	441.000.000	441.000.000	441.000.000
Torm	444.596.280	471.413.080	462.956.920	500.706.360
Tryg	0	0	329.000.000	377.000.000
Vestas Wind systems	2.386.112.000	2.384.192.000	2.381.280.000	2.385.408.000
William Demant Holding	223.000.000	400.100.000	785.600.000	1.660.500.000
I alt	98.137.017.280	125.733.751.080	131.553.615.370	129.778.126.360

Finanskrisens effekt på goodwill nedskrivninger

Bilag 3 (fortsat)

Virksomheder	Aktiver			
	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	327.519.000.000	343.110.000.000	345.199.000.000	374.723.000.000
Bang og Olufsen	2.965.000.000	2.817.300.000	2.664.100.000	2.647.300.000
Carlsberg	61.220.000.000	143.306.000.000	134.515.000.000	144.232.000.000
Chr. Hansen Holdig	9.214.000.000	9.878.000.000	9.525.823.300	9.804.200.000
Coloplast	7.750.000.000	7.981.000.000	7.963.000.000	7.771.000.000
D/S Norden	8.168.406.058	10.795.274.974	10.544.715.790	12.632.624.997
Danisco	31.385.000.000	27.943.000.000	21.278.000.000	20.508.000.000
Danske Bank	3.349.530.000.000	3.543.974.000.000	3.098.477.000.000	3.213.886.000.000
DSV	16.304.000.000	23.725.000.000	22.180.000.000	23.085.000.000
FLSmidth & co.	19.672.000.000	20.737.000.000	21.902.000.000	22.599.000.000
Genmab	3.958.783.000	3.258.953.000	2.221.534.000	2.481.601.000
GN Store Nord	7.835.000.000	7.878.000.000	7.135.000.000	9.806.000.000
H. Lundbeck	12.326.000.000	12.607.000.000	17.127.000.000	18.005.000.000
Jyske Bank	214.278.712.000	236.847.684.000	224.593.806.000	244.114.220.000
NKT Holding	9.099.000.000	9.935.000.000	10.123.700.000	12.555.700.000
Nordea	837.943.000.000	899.664.000.000	1.032.933.000.000	996.731.000.000
Novo Nordisk	47.731.000.000	50.603.000.000	54.247.000.000	61.402.000.000
Novozymes	8.871.000.000	9.925.000.000	10.890.000.000	12.593.000.000
Pandora		4.282.000.000	5.816.000.000	8.959.000.000
Sydbank	132.323.000.000	155.975.000.000	157.821.000.000	150.843.000.000
TDC	79.536.000.000	74.893.000.000	86.423.000.000	64.786.000.000
Topdanmark	44.645.000.000	52.035.000.000	56.554.000.000	57.542.000.000
Torm	15.056.192.119	17.531.878.870	16.749.547.811	18.445.910.036
Tryg	43.830.000.000	38.445.000.000	44.740.000.000	50.591.000.000
Vestas Wind systems	32.033.553.600	39.547.784.800	47.886.052.500	52.672.790.400
William Demant Holding	3.726.000.000	3.926.000.000	4.626.000.000	6.786.000.000
I alt	5.326.919.646.777	5.751.620.875.643	5.454.135.279.401	5.600.202.346.434

Finanskrisens effekt på goodwill nedskrivninger

Bilag 3 (fortsat)

Virksomheder	Nedskrivninger			
	2007	2008	2009	2010
A.P. Møller Mærsk	3.000.000	29.000.000	238.000.000	291.000.000
Bang og Olufsen	0	2.400.000	500.000	0
Carlsberg	6.000.000	0	0	0
Chr. Hansen Holdig	0	0	0	0
Coloplast	283.000.000	0	0	0
D/S Norden	0	0	0	0
Danisco	0	600.000.000	660.000.000	700.000.000
Danske Bank	0	3.084.000.000	1.458.000.000	0
DSV	0	0	0	0
FLSmidth & co.	0	0	0	0
Genmab	0	0	297.509.000	0
GN Store Nord	0	0	0	0
H. Lundbeck	0	0	0	0
Jyske Bank	0	0	0	0
NKT Holding	0	0	0	0
Nordea	0	0	0	0
Novo Nordisk	0	0	0	0
Novozymes	22.000.000	11.000.000	0	0
Pandora	0	0	0	0
Sydbank	0	0	0	0
TDC	2.530.000.000	4.203.000.000	27.000.000	0
Topdanmark	0	0	0	0
Torm	0	0	0	0
Tryg	0	0	0	0
Vestas Wind systems	0	0	0	0
William Demant Holding	0	0	0	0
I alt	2.844.000.000	7.929.400.000	2.681.009.000	991.000.000