Cand.merc.aud – studiet
Institut for Regnskab og Revision
Kandidatafhandling

Værdiforringelse af goodwill i en recession

Forfatter:

Niklas Frimand Dupont 201082 _____

Afleveringsdato: 3. december 2009
Vejleder: Peer Henrik Brusgaard
Censor: _____
Copenhagen Business School 2009

Excecutive Summary

The purpose of this thesis is to determine to which extent a recession has an impact on the numbers of impairments made on goodwill in practice, and to which extent a recession influences the parameters included in the impairment test of goodwill.
I have sought to elucidate this issue by performing an analysis of how an impairment test of goodwill should be performed according to IFRS and how a recession effect the parameters included in the impairment test of goodwill. Thereafter the thesis presents an empirical study of the 16 Danish companies listed on the Copenhagen Stock Exchange with goodwill in their balance sheets.

To determine the theoretical framework of the study, the thesis gives an overall introduction to IASB's Framework and thereafter a presentation of the International Accounting Standards 36 Impairment of Assets (IAS 36). This presentation leads to an analysis of how the parameters in an impairment test of goodwill are affected by a recession. The most common method to determine whether there exists a need for impairment is by using the value in use. This thesis, and former studies, concludes that it's the Discounted Cash Flow (DCF) method which is the most common model used in practice to determine the value in use. The DCF method consist of two essential steps respectively the cash flow and the discount rate. Both steps are affected by a recession which essentially increases the risk of impairments. The recommendation in this thesis is that the recession should be incorporated in the cash flow and not the discount rate. This is due to the fact that it's easier to quantify the risk in the cash flow rather than the discount rate. This information is used in the empirical study.
The empirical analysis is performed by examine the disclosures that the 16 companies provides in their annual report from 2007 and 2008. Furthermore the latest interim financial reporting as of September 2009 is examined. Thus the study is performed by examine annual and interim reports before and under the recession.
The overall conclusion is that a recession does not have a significant impact on the number of impairments made on goodwill. Furthermore the study shows that the parameters disclosed in the annual reports have not changed significantly. This is due to the fact that most companies believe that the current recession is relatively brief. Therefore the extreme volatility has not been given too much attention when estimating the discount rate. However the empirical analysis shows a slight decline in the growth estimations. This indicates that the companies have incorporated the recession in the cash flow.
The thesis underlines that without a doubt a recession makes the impairment testing more insecure than else. Therefore it's recommended that sensitivity disclosures are more frequently used. Sensitivity disclosures will strengthen the overall objectivity of financial statements reported after IFRS.

1 INDLEDNING 3

1.1 MOTIVATION 3
1.2 PROBLEMFORMULERING 4
1.3 PROBLEMAFGRÆNSNING 4
1.4 METODE 5
1.4.1 VIDENSKABSTEORETISKE STANDPUNKT 5
1.4.2 UNDERSØGELSESTILGANG 6
1.4.3 DATAINDSAMLING 6
1.4.4 TEORETISK GRUNDLAG 8
1.4.5 EMPIRISK GRUNDLAG 8
1.4.6 KILDEKRITIK 9
1.5 AFHANDLINGENS STRUKTUR 10

2. NEDSKRIVNINGSTEST AF GOODWILL EFTER IFRS 12

2.1 BEGREBSRAMMEN 12
2.2 VÆRDIFORRINGELSESTEST AF GOODWILL 14
2.2.1 IAS 36 GENERELLE BESTEMMELSER 14
2.2.2 VÆRDIFORRINGELSESTEST AF GOODWILL 16
2.2.2.1 OPDELE VIRKSOMHEDEN I CGU'ER OG ALLOKERING AF GOODWILL TIL DE ENKELTE CGU'ER 17
2.2.2.2 OPGØRELSE AF CGU'ENS NUVÆRENDE REGNSKABSMÆSSIGE VÆRDI 18
2.2.2.3 OPGØRELSE AF CGU'ENS GENINDVINDINGSVÆRDI 19
2.2.2.4 IDENTIFIKATION AF VÆRDIFORRINGELSE SAMT INDREGNING HERAF 25
2.2.3 TILBAGEFØRSEL AF NEDSKRIVNINGER 26
2.2.4 OPLYSNINGSKRAV EFTER IAS 36 27
2.3 DELKONKLUSION 28

3. PROBLEMSTILLINGER KNYTTET TIL IAS 36 SÆRLIGT I EN RECESSION 30

3.1 HVAD ER EN RECESSION 30
3.2 GENNEMGANG AF DCF-METODEN I EN RECESSION 32
3.2.1 ESTIMERING AF FREMTIDIGE NETTOPENGESTRØMME VED FORSAT BRUG 33
3.2.2 FASTLÆGGELSE AF PASSENDE DISKONTERINGSFAKTOR TIL DE ESTIMEREDE PENGESTRØMME 35
3.2.2.1 KAPITALSTRUKTUR 35
3.2.2.2 AFKASTKRAV PÅ GÆLDEN 36
3.2.2.3 AFKASTKRAV PÅ EGENKAPITALEN 37
3.3 HVOR BØR EFFEKTEN AF RECESSIONEN INDARBEJDES I VÆRDIFORRINGELSESTESTEN? 38
3.4 ANVENDELSE AF FØLSOMHEDSANALYSER 39
3.5 GENERELLE PROBLEMSTILLINGER KNYTTET TIL VÆRDIFORRINGELSESTEST AF GOODWILL 40
3.5.1 ALLOKERING AF GOODWILL TIL CGU'ER 40
3.5.2 TILBAGEFØRSEL AF TIDLIGERE FORETAGNE NEDSKRIVNINGER SÅFREMT FORUDSÆTNINGERNE HAR ÆNDRET SIG 43
3.6 DELKONKLUSION 44

4. NEDSKRIVNINGER OG VÆRDIFORRINGELSESTEST PÅ GOODWILL I EN RECESSION 47

4.1 FORVENTNINGER TIL DEN EMPIRISKE ANALYSE 47
4.2 ANALYSE AF OMFANGET AF NEDSKRIVNINGER OG VÆRDIFORRINGELSESTEST AF GOODWILL I EN RECESSION 49
4.2.1 OVERORDNET BESKRIVELSE AF POPULATIONEN 50
4.2.2 VALG AF METODE TIL OPGØRELSE AF GENINDVINDINGSVÆRDI 51

4.2.3 Selskabernes forventninger til fremtiden 53
4.2.4 Nedskrivninger, herunder begrundelse for nedskrivningerne 55
4.2.5 Opgørelse af CGU'er 58
4.2.6 Budgetperioden 61
4.2.7 Vækst i budgetperioden 63
4.2.8 Diskonteringsfaktor 64
4.2.9 Vækst i terminalværdien 67
4.2.10 Følsomhedsanalyser 69
4.3 Samlet vurdering af en recessions indvirkning på en værdiforringelsestest efter IAS 36 71
4.4 Delkonklusion 73

5. Konklusion 75

6. Perspektivering 79

7. Litteraturliste 81

8. Figuroversigt 83

9. Bilag 84

1 Indledning

1.1 Motivation

Værdiforringelse af aktiver er et regnskabsmæssigt emne, der hyppigt bliver debatteret blandt regnskabsbrugere, revisorer og andre med interesse for regnskaber.

Interessen omkring emnet er ikke blevet mindre efter den finansielle krise tog sit indtog i 2. halvår af 2008. Den såkaldte finans krise har i mange lande resulteret i, at de respektive økonomier er havnet i en recession - bl.a. den danske. Udviklingen har haft stor påvirkning på mange selskaber, der har oplevet en kraftig opbremsning i såvel omsætning som vækst. Dette står i stor kontrast til hvordan økonomien havde det bare i 2007, hvor selskaberne realiserede høje vækstrater og stigende aktiekurser.

Den økonomiske udvikling har medført stor omtale af regnskabsmæssige nedskrivninger i medierne. Det er en udbredt forståelse, at en recession må medføre flere nedskrivninger i regnskaberne. Om ikke andet må der alt andet lige være flere selskaber, der hyppigere skal foretage værdiforringelsestest, såfremt selskaberne aflægger regnskab efter IFRS.

Specielt er der stor opmærksomhed omkring behovet for at foretage nedskrivninger på goodwill, der må betegnes som det mest usikre aktiv i balancen. Dette skyldes bl.a. et generelt fald i efterspørgsel og betydelige kursfald på aktiemarkederne[1], som begge har indflydelse på værdiansættelsen af goodwill. Det er på denne baggrund nærliggende at tro, at recession vil medføre flere nedskrivninger på goodwill end vanligt. Den økonomiske udvikling vi har set igennem det seneste års tid, repræsenterer derudover den mest negative udvikling, der er set siden europæiske børsnoterede selskaber har skullet følge reglerne efter IFRS[2]. Således er det første gang efter indførelsen af reglerne i 2005, at en værdiforringelsestest efter IFRS for alvor står under pres.

Med baggrund heri er det interessant at undersøge, i hvilken udstrækning en recession har indvirkning på en værdiforringelsestest af goodwill. En værdiforringelsestest sammenholder den bogførte værdi af goodwill med genindvindingsværdien. Denne genindvindingsværdi sammensættes af en række parametre, som er påvirket af den omkringliggende økonomi. Det er interessant at undersøge, hvorledes en recession har påvirket særligt en metode, der anvendes til opgørelse af genindvindingsværdien – DCF-metoden. Denne undersøgelse ønskes overført på de værdiforringelsestest, der udføres i praksis. Herved ønskes det belyst

[1] (Christensen, et al. 2008, 1)

[2] Den 5. Juni 2002 vedtog EU's minsterråd den forordning, der kræver at alle børsnoterede koncerner fra og med 2005 skal aflægge koncernregnskab efter IFRS , jf. (Hansen og Larsen 2009, 3)

om, de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest i praksis har ændret sig. Herudover ønskes det undersøgt om, hvorvidt der er foretaget flere nedskrivninger i en recession end vanligt.

1.2 Problemformulering

Motivationen for afhandlingen har givet anledning til følgende hovedproblemstilling:

"I hvilken udstrækning har en recession indvirkning på omfanget af nedskrivninger i praksis samt de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest af goodwill?"

Ovenstående hovedproblemstilling søges belyst ved hjælp af følgende delspørgsmål:

1. Hvordan skal der foretages værdiforringelsestest af goodwill efter den internationale regnskabsstandard IAS 36?
2. Hvilke problemstillinger giver en recession i forhold til en værdiforringelsestest af goodwill?
3. Har den finansielle udvikling haft en indvirkning på omfanget af nedskrivninger på goodwill i praksis?
4. I hvilket omfang har recessionen haft en indvirkning på de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest af goodwill i praksis?

1.3 Problemafgrænsning

Overordnet set beskæftiger afhandlingen sig med værdiforringelsestest, der foretages efter IFRS. Årsregnskabsloven behandles kun perifert, hvorimod andre reguleringer på området helt udelades.

Afhandlingen afgrænser sig fra en gennemgang af nedskrivninger på en række regnskabsposter og fokuserer på goodwill. En gennemgang af nedskrivninger generelt ville være for omfangsrigt for indeværende afhandling. Afhandlingen fokuserer på nedskrivning af goodwill, da værdiansættelse af goodwill indeholder en lang række af regnskabsmæssige skøn, der er påvirket af den omkringliggende økonomi. Værdiansættelsen af goodwill er således direkte påvirket af den økonomiske recession, ligesom goodwill er det første der skal nedskrives ved fordeling af nedskrivninger[3].

Her skal det understreges at afhandlingen beskæftiger sig med goodwill, der er opstået i forbindelse med en virksomhedssammenslutning. I afhandlingen vil der blive foretaget en empirisk undersøgelse med udgangspunkt i de respektive selskabers koncernregnskaber. Herved afgrænser jeg mig fra at behandle den måde goodwill testes for værdiforringelse i

[3] (Fedders og Steffensen 2008, 612)

moderselskabet. I moderselskabet vil goodwill være indregnet som en del af den kapitalandel moderselskabet har indregnet.

Goodwill, der er opstået i en virksomhedssammenslutning defineres i IFRS 3. Der er foretaget en metodisk afgrænsning ved ikke at beskrive overtagelsesmetoden i IFRS 3, da dette ikke styrker opgavens primære mål.

Værdiforringelsestest af goodwill foretages ved at sammenholde den bogførte værdi med genindvindingsværdien. Genindvindingsværdien er den højeste værdi af nettosalgsprisen og kapitalværdien. Empiriske undersøgelser har vist, at den klart mest overvejende måde at måle genindvindingsværdien på er ved brug af kapitalværdien[4]. Således vil kapitel 3 og 4 ikke uddybende behandle nettosalgsprisen i en recession. Yderligere viser selvsamme undersøgelse, at den mest foretrukne metode til beregning af kapitalværdien er DCF-metoden.

DCF-metoden indeholder brugen af wacc. Wacc'en indeholder en lang række subjektive skøn. Den empiriske undersøgelse vil afgrænse sig fra at kommentere indgående på de af selskaberne anvendte diskonteringsfaktorer i det, de oplysninger, der fremkommer af årsrapporterne ikke giver tilstrækkelig indførelse i, hvorledes wacc'en er sammensat. Analysen vil således kun kommentere på udviklingen i diskonteringsfaktoren, sammenholdt med det faktum at vi er i en recession.

1.4 Metode

Med udgangspunkt i ovenstående problemformulering og afgrænsning vil dette afsnit redegøre for de metodiske overvejelser, der er gjort i forbindelse med afhandlingen. Indeværende afsnit vil således belyse og begrunde de metodiske valg, der er foretaget for at besvare ovenstående problemformulering. Således vil afsnittet præsentere det videnskabsteoretiske standpunkt, undersøgelsestilgang og design. Herudover vil afsnittet forholde sig til den teoretiske samt empiriske tilgang og til metodernes gyldighed for at vurdere validiteten af de kilder og data, der er benyttet i afhandlingen.

1.4.1 Videnskabsteoretiske standpunkt

Det videnskabsteoretiske standpunkt tager udgangspunkt i afhandlingens problem-formulering og afgrænsning.

Afhandlingens overordnede formål er at undersøge, om en recession har en indvirkning på omfanget de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest af goodwill og omfanget af

[4] (Hansen, Petersen og Plenborg Del 2 2007, 1)

nedskrivninger på goodwill i en recession. Således har afhandlingen både et beskrivende, forstående og særligt et forklarende formål. Det beskrivende formål med afhandlingen er, at beskrive hvorledes der skal foretages værdiforringelsestest efter IFRS, herefter søger afhandlingen at forstå hvilken indvirkning en økonomisk recession har på denne værdiforringelsestest. Det beskrivende og forstående formål med afhandlingen skal dernæst danne grundlag for det forklarende formål, der har til hensigt at forklare analysens resultater.

1.4.2 Undersøgelsestilgang

Undersøgelsens tilgang skal afklare hvorvidt der er tale om en induktiv eller deduktiv undersøgelse. Deduktion og induktion angiver begge fremgangsmåder, hvorpå der kan drages videnskabelige slutninger[5]. Ved at benytte den induktive metode vil der blive taget udgangspunkt i empirien, for at få en forståelse af teorien.

Det er ikke afhandlingens formål at lave en hypotese og herefter teste denne. Herved er det besluttet at anvende den deduktive metode til at undersøge afhandlingens problemformulering. Ved brug af denne tilgang tages der udgangspunkt i allerede kendte teorier, hvorefter der drages konklusioner om enkelte hændelser.

Valget af undersøgelsesmetode understøtter således afhandlingens formål. Afhandlingen vil tage udgangspunkt i teorien, i dette tilfælde IFRS, for herefter at konkludere på i hvilken udstrækning en recession har på såvel omfanget af nedskrivninger i praksis og den indflydelse en recession har på brugen af værdiforringelsestest. Således er det ønsket at frembringe viden omkring emnet, men ikke at opbygge en egentlig teori på området.

1.4.3 Dataindsamling

Data kan generelt deles op i to typer henholdsvis kvalitativ og kvantitativt data. Kvantitativt data kan repræsenteres ved tal, hvor kvalitative data repræsentere alt andet end tal[6].

Til besvarelsen af problemformuleringens delspørgsmål 1 & 2 er der benyttet teori i form af gældende regnskabsstander, beskrivende litteratur og videnskabelige artikler. Herved er der tale om kvalitativt data i det der er tale om tekstmateriale.

I afhandlingens empiriske undersøgelser, der har til formål at besvare problem-formuleringens delspørgsmål 3 og 4, er der benyttet en række årsrapporter for selskaberne

[5] (Andersen 2006, 32)

[6] (Andersen 2006, 150)

noteret på OMX C20[7]. Ved analysen af disse årsrapporter er der særligt fokuseret på regnskabsnoten i tilknytning til goodwill. Denne note består af såvel kvantitativt data som kvalitativt data. Kvantitativt, da der er en række taloplysninger og kvalitativt i form af forklarende tekster og redegørelser. I den empiriske analyse vil de kvantitative data blive opsummeret, men til at tolke på de kvantitative data vil analysen i høj grad benytte de kvalitative data, som selskaberne angiver i tilknytning til de kvantitative data. Således vil afhandling i overvejende grad benytte sig af kvalitative data.

Ud over sondringen omkring kvantitative og kvantitative data, sondres der ligeledes mellem primær og sekundær litteratur. Dette kriterium vedrører forskeren eller i dette tilfælde, den studerendes medvirken i rådataindsamlingen[8].

Er det en selv, der har indsamlet data benævnes dette primær data, hvorimod data, der er indsamlet af andre benævnes sekundærdata.

Afhandlingen vil indledningsvis redegøre for det teoretiske fundament, der senere i afhandling skal danne grundlag for de empiriske undersøgelser. Det teoretiske afsnit bygger på de af IASB udstedte regnskabsstandarder på området, herunder særligt IAS 36. Regnskabsstandarderne er som nævnt udarbejdet af IASB og må derfor betegnes som en sekundær datakilde. Yderligere er der i den teoretiske del af afhandlingen benyttet faglitteratur, der uddyber og fortolker standarderne. Disse må ligeledes betegnes som sekundære data.

Efter afhandlingens teoretiske fundament søger afhandlingen at identificere de problemstillinger, der er knyttet til brugen af IAS 36 særligt i en recession. Dette afsnit benytter en række videnskabelige artikler, der er udarbejdet på området. Artiklerne er skrevet af eksperter indenfor området og herved må disse data ligeledes klassificeres som sekundære data.

I afhandlingens empiriske analyse benyttes der i høj grad års- og delårsrapporter, som de analyserede selskaber har offentliggjort på deres hjemmeside. Det er de respektive selskaber, der udarbejder årsrapporterne og således er der også her tale om sekundære datakilder.

Efter at have klassificeret henholdsvis primære og sekundære data står det klart, at indeværende afhandling udelukkende benytter sig af sekundære data.

[7] Forkortelse for OMX Copenhagen 20, der er et prisindeks over de 20 mest omsatte aktier på Nasdaq OMX Copenhagen.

[8] (Andersen 2006, 151)

1.4.4 Teoretisk grundlag

Opgaven er opbygget ved at have en teoretisk del samt en empirisk del. I afhandlingens teoretiske del er de metodiske overvejelser primært knyttet til litteraturindsamlingen.
I denne forbindelse er indsamlingen foregået ved at gennemlæse videnskabelige bøger og artikler indenfor hovedsageligt følgende områder: Værdiforringelsestest, goodwill, IFRS samt regnskabsteori.

De anvendte data kan som udgangspunkt betegnes som videnskabelige kilder. Kilderne har været brugt aktivt i opbygningen af afhandlingens teoretiske afsnit. Da kilderne alle beror på et fagligt fundament vurderes det, at alle kilderne besidder den fornødne validitet i forhold til formålet.

1.4.5 Empirisk grundlag

Den empiriske del bygger i høj grad på de analyserede års- og delårsrapporter. Dette kræver, at der i afhandlingen foretages et metodisk valg af population.

Afhandlingens hovedspørgsmål går bl.a. på om en recession har en indvirkning på en værdiforringelsestest. Værdiforringelsestest er relevant for en lang række af selskaber i såvel Danmark som i udlandet. Det har på denne baggrund været nødvendigt at udvælge en population, der ønskes undersøgt. Den population, der er udvalgt er selskaber noteret på OMX C20.

Valget af netop denne population skyldes bl.a. at disse selskabers aktier, er de mest handlede aktier i Danmark. Herved er det også i overvejende grad disse selskaber, der får størst omtale i medierne. Et andet argument for valget af netop denne population er, at der stilles krav til at alle selskaber, der er noteret på OMX C20 skal aflægge deres koncernregnskab efter IFRS, jf. ÅRL § 137 stk. 2. Således er de udvalgte selskaber omfattet af de regler, der er omtalt i indeværende afhandlings teoriafsnit.
Afhandlingen ønsker som nævnt at belyse recessionens indvirkning på værdiansættelse af goodwill, hvorfor der i analysen er taget udgangspunkt i årsrapporter før recessionen brød ud og under recessionen. Den finansielle krise, der medførte recession brød ud i 2. halvår 2008. Analysen vil således tage udgangspunkt i årsrapporterne for henholdsvis 2007, som var før recessionen og årsrapporterne fra 2008, samt den seneste offentliggjorte delårsrapport. De to sidstnævnte er begge aflagt i en recession. Det skal nævnes, at analysen er foretaget på baggrund af de års- og delårsrapporter, der var tilgængelige pr. 16.09.2009[9].

[9] Således vil analysen tage udgangspunkt i de senest offentliggjorte års og delårs rapporter pr. denne dato. For selskaber der aflægger regnskaber efter kalenderåret vil der således være tale om årsrapporten for 2008 og delårsrapporten fra 30.06.2009 og så fremdeles. Det skal yderligere nævnes, at såfremt årsrapporten er aflagt i EUR vil dette blive omregnet til DKK med en anvendt kurs på 7,5.

Populationen kan ikke siges at være udvalgt statistisk og herved repræsentativ. Analysen kan derfor ikke benyttes til at drage en generel konklusion, men udelukkende udtale sig om der er en tendens.

Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at et af hovedformålene med afhandlingen er af forklarende karakter, hvorfor kravet om repræsentativitet er underordnet[10]. Det er ikke opgavens formål at beskrive en population.

1.4.6 Kildekritik

Formålet med indeværende afsnit er at komme med en vurdering af henholdsvis validiteten og reliabiliteten af teorien samt empirien.

Validiteten knytter sig til gyldigheden og relevansen af de indsamlede informationer. Gyldigheden siger noget om den generelle overensstemmelse mellem det teoretiske og det empiriske begrebsplan. Relevansen knytter sig til hvor relevant de teoretiske og empiriske valg er i forhold til afhandlingens problemformulering[11].

Reliabiliteten angiver hvor sikkert og præcist der foretages målinger, og hvorledes disse målinger er påvirket af tilfældigheder.

I forhold til afhandlingens teoretiske afsnit ses der overordnet ikke nogle problemer med henholdsvis validiteten og reliabiliteten.

Den anvendte teori kan primært henføres til gældende regnskabsstandarder, særligt IAS 36, samt artikler og videnskabelige bøger omhandlende værdiforringelsestest. Der er argumenteret for, at den valgte teori har en klar overensstemmelse med de årsrapporter, der senere i afhandlingen analyseres, hvorfor validiteten anses for at være høj.

Reliabiliteten anses ikke at være relevant for den teoretiske litteratur, da der som udgangspunkt ikke indgår målinger heri.

Den væsentligste kritik af de anvendte kilder, kan rettes mod valget af den empiriske population.

Gyldigheden af de analyserede årsrapporter vurderes overordnet at være høj. Dette er begrundet med at der er en høj grad af overensstemmelse i begrebsplan mellem de analyserede årsrapporter og teorien, hvilket der er argumenteret for ovenfor. Relevansen

[10] (Andersen 2006, 109)

[11] (Andersen 2006, 81)

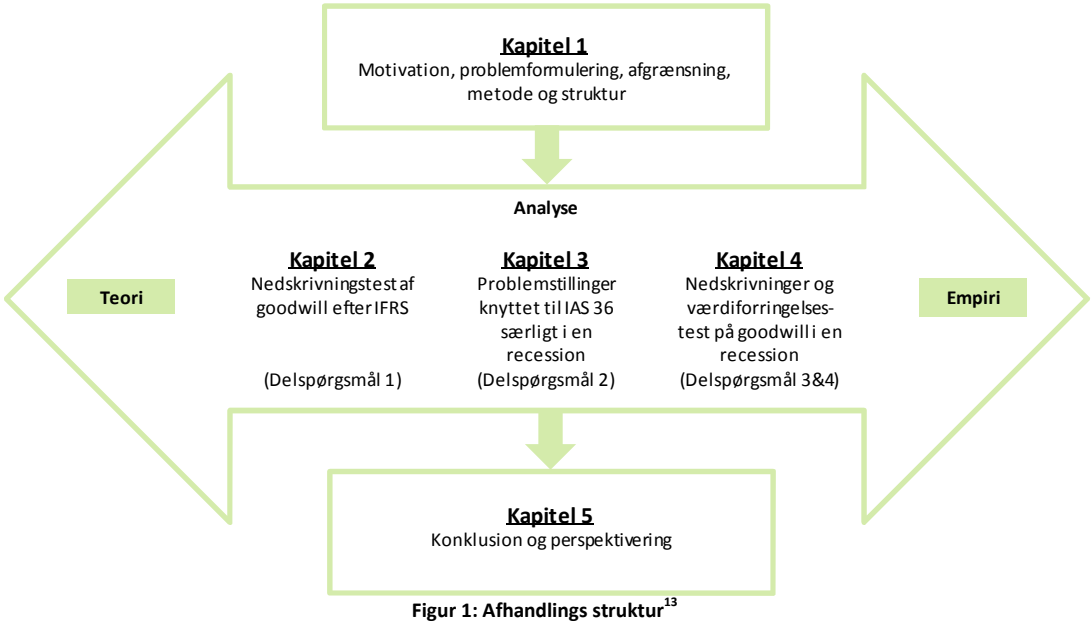
vurderes ligeledes at være høj, da afhandlingens problemformulering kræver en empirisk analyse. Relevansen bliver øget ved at den overordnede population[12] er gennemgået for om disse har goodwill på balancen. Herved sikres det, at der er en sammenhæng mellem de analyserede årsrapporter og kravene til værdiforringelsestest.

Reliabiliteten vurderes ligeledes at være høj, da de analyserede årsrapporter primært er analyseret ud fra de oplysninger selskaberne er forpligtet til at afgive efter IAS 36. Yderligere er de analyserede årsrapporter underlagt revisionspligt, hvilket styrker de analyserede datas reliabilitet.

Der er et enkelt element i analysen der beror på min subjektive holdning. Dette element er virksomhedens forventning til fremtiden. Heri er der foretaget en graduering af forventningerne. Skulle denne graduering foretages af en anden, er det muligt, at resultatet ville have været anderledes.

1.5 Afhandlingens struktur

For at styrke læserens forståelse af afhandlingens hovedproblemstilling søger nedenstående figur at anskueliggøre denne. Figuren viser ligeledes afhandlingens strukturelle opbygning. I figuren er indsat to pile, der symbolisere om kapitlet er rettet mod teorien eller empirien.



Figur 1: Afhandlings struktur[13]

Foruden afhandlingens samlede konklusion i kapitel 5, indeholder afhandlingen undervejs tre delkonklusioner, der har til formål at besvare delspørgsmål 1 – 4.

[12] Den overordnede population defineres som års og delårsrapporterne for selskaber noteret på OMX C20.

[13] Egen tilvirkning med inspiration fra (Andersen 2006, 24)

Nedenfor er der redegjort for, hvorledes afhandlingen søger at besvare de respektive del-spørgsmål.

Indledningsvis søger kapitel 2 at besvare delspørgsmål 1, samtidig med at kapitlet tager fat på afhandlingens teoretiske del. Kapitlet har til formål at præsentere de regnskabsmæssige regler omkring værdiforringelsestest af goodwill. Fokus i dette kapitel vil således være IAS 36. Kapitlet danner herved afhandlingens teoretiske fundament for de efterfølgende analyser.

Med baggrund i den teoretiske gennemgang af IAS 36, foretages der i kapitel 3 en gennemgang af de problemstillinger, der knytter sig til værdiforringelsestest i en recession. Kapitlet søger således at besvare afhandlingens delspørgsmål 2.

Indledningsvis vil begrebet recession blive defineret. Kapitlet vil dernæst komme med en redegørelse for, hvordan de parametre, der indgår i DCF-metoden vil være påvirket i en recession. Herudover vil kapitlet komme med en redegørelse for, hvordan selskaberne bør indarbejde den økonomiske recession i deres værdiforringelsestest af goodwill.

Herefter vil kapitlet komme med et par eksempler på de problemstillinger, der generelt er knyttet til en værdiforringelsestest. Dette er uanfægtet om økonomien er inde i en recession eller ej.

Kapitel 2 og 3 danner grundlag for den empiriske undersøgelse, der vil blive foretaget i kapitel 4. Den empiriske undersøgelse har til formål at besvare henholdsvis delspørgsmål 3 og 4. Analysen vil fokusere på omfanget af, hvorvidt en recession har indvirkning på nedskrivninger af goodwill, samt de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest af goodwill. Analysen vil tage udgangspunkt i selskaberne noteret på OMX C20 med udgangspunkt i koncernårsrapporterne for henholdsvis 2007, 2008 samt den senest offentliggjorte delårsrapport. Analysen vil hovedsageligt blive foretaget på baggrund af de oplysningskrav, der fremgår af IAS 36.

Efter at have besvaret de respektive delspørgsmål vil jeg herefter være i stand til, i afhandlingens kapitel 5, at konkluderer, i hvilken udstrækning en recession har indvirkning på omfanget af nedskrivninger på goodwill i praksis og de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest af goodwill.

2. Nedskrivningstest af Goodwill efter IFRS

Indeværende kapitel i afhandlingen søger at redegøre for, hvorledes en værdiforringelsestest af goodwill skal foretages efter IFRS. Indeværende afsnit danner således det teoretiske grundlag for de efterfølgende analyser.

Kapitlet kommer med en kort redegørelse for den begrebsramme IFRS arbejder med. Begrebsrammen sætter de overordnede rammer og retningslinjer for udarbejdelsen af de internationale regnskabsstandarder.

Herefter vil afsnittet belyse, hvordan der skal foretages værdiforringelsestest efter IFRS, hvilket reguleres i IAS 36. Det skal bemærkes, at IAS 36 omhandler værdiforringelsestest på aktiver generelt. Indeværende afhandling fokuserer på goodwill, hvorfor der kun vil blive givet en introduktion til de generelle bestemmelser i IAS 36. Herefter vil fokus blive rettet mod værdiforringelsestest af goodwill.

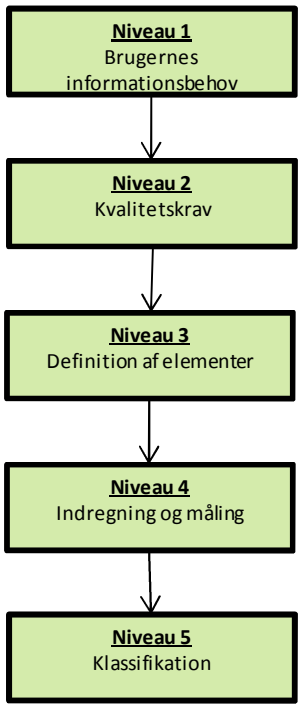
2.1 Begrebsrammen

IASB arbejder overordnet med en begrebsramme for udarbejdelse af årsrapporter efter IFRS kaldet *"Framework for the preparation and presentation of financial statements"*. Begrebsrammen er ikke i sig selv bindende, og begrebsrammen definerer således ikke standarder for indregning og måling. Derimod er det begrebsrammen, der fastsætter de generelle rammer for aflæggelsen af årsrapporter efter IFRS. Begrebsrammen har således til formål at vejlede IASB's bestyrelse i udviklingen af nye regnskabsstandarder, samt revidere gældende standarder, jf. IFRS FR.1 og IFRS FR.2. Herudover er det begrebsrammen, der er vejledende såfremt de gældende regnskabsstandarder og fortolkninger af standarder ikke er fuldt dækkende.

Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at når IFRS skal fortolkes er det regnskabsstandarderne og fortolkningerne heraf, der står før begrebsrammen, såfremt der ikke er konsistens mellem begrebsrammen, regnskabsstanderne og fortolkningerne.

IASB's begrebsramme bygger på de normative formueorienterede regnskabsteorier. En normativ regnskabsteori bygger på 5 niveauer[14], som er illustreret i nedenstående figur:

[14] (Elling 2007, 159 - 160)



Figur 2: Begrebsrammens 5 niveauer[15]

Pilene i ovenstående figur illustrerer det deduktive system, hvilket vil sige, at niveau 2 udspringer af niveau 1 etc. Sammenholdes dette med IASB's begrebsramme, ses det, at der er en sammenhæng til de normative formueorienterede regnskabsteorier. Dette følger af IFRS FR.5, der beskriver, at begrebsrammen særligt arbejder med følgende områder:

1. Målsætningen med årsregnskaber
2. Kvalitative karakteristika, der afgør nytteværdien af information i årsregnskabet
3. Definition af årsregnskabets elementer
4. Indregning og måling af årsregnskabets elementer

Den helt overordnede målsætning for begrebsrammen står beskrevet i IFRS FR.12 og er defineret som følgende:

"The objectivity of financial statements is to provide information about the financial position, performance and changes in financial position of an entity that is useful to a wide range of users in making economic decisions"

[15] (Elling 2007, 161)

Bestemmelsen må formodes at uddybe punkt 1 ovenfor. Af definitionen ses det, at den overordnede målsætningen for regnskaber er at afdække de væsentligste regnskabsbrugeres informations behov[16], hvilket svarer til niveau 1 i ovenstående figur.

Det står således klart, at IASB ved udarbejdelsen af de internationale regnskabsstandarder har søgt at afdække ovenstående 5 niveauer og særligt afdække regnskabsbrugernes informationsbehov i deres beslutningstagning.

2.2 Værdiforringelsestest af goodwill

Efter at have introduceret begrebsrammen IASB arbejder med, vil dette afsnit behandle hvordan en værdiforringelsestest af goodwill efter IFRS skal foretages, hvilket er reguleret i IAS 36.

IAS 36 omhandler værdiforringelse af de fleste typer anlægsaktiver, hvornår der skal foretages test af værdiforringelse på dem og hvordan en eventuel regulering skal opgøres og indregnes.

Indledningsvis vil jeg præsentere de generelle regler, der er omtalt i standarden. Herefter vil fokus blive lagt på standardens regler om værdiforringelse af goodwill. Afslutningsvis beskrives de oplysningskrav IAS 36 stiller til de regnskaber, der aflægges efter IFRS. Herudover præsenteres reglerne omkring tilbageførsel af tidligere foretagende nedskrivninger. På trods af, at dette ikke er aktuelt for goodwill, mener jeg det er relevant at diskutere konsekvensen heraf.

2.2.1 IAS 36 generelle bestemmelser

Den helt overordnende målsætning med IAS 36 er at beskrive de procedurer en virksomhed skal udføre for at sikre, at de bogførte aktiver ikke er indregnet til mere end genindvindingsværdi[17]. Den generelle ide var at samle reglerne om værdiforringelsestest i en standard, således at andre standarder udelukkende refererer til IAS 36 i forbindelse med kravene til værdiforringelsestest af anlægsaktiver. Standarden omhandler alle anlægsaktiver på nær dem, som står omtalt i IAS 36.2[18].

---

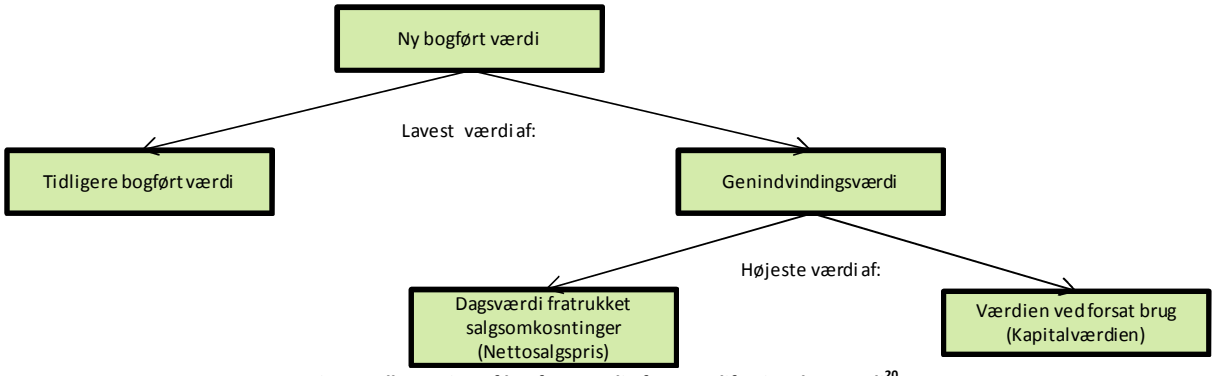
[16] IASB's begrebsramme definerer regnskabsbrugere i IFRS FR.9. Herudover uddyber IFRS FR.10, at informationsbehovet kan være forskelligt for regnskabsbruger til regnskabsbruger, men tillægger investorerne størst vægt. Begrebsrammen konkludere således at siden det er investorerne der fremskaffer risikovillig kapital til virksomheden vil man ved at afdække investorernes informationsbehov i al væsentlighed afdække andre regnskabsbrugeres informationsbehov.

[17] (Barden, et al. 2008, 357)

[18] Undtaget er fx: Varebeholdninger, entreprisekontrakter og udskudt skat

Standarden foreskriver, at såfremt der er indikationer på, at et aktiv er værdiforringet skal der foretages test heraf. Her er det dog vigtigt at være opmærksom på, at IAS 36.10 foreskriver at der, som minimum, skal foretages en årlig værdiforringelsestest på immaterielle aktiver med en udefinerbar levetid og immaterielle aktiver, der endnu ikke er klar til brug. Dette er uanfægtet af, om der er indikationer på et nedskrivningsbehov eller ej. Det samme gælder goodwill, der er erhvervet i forbindelse med en virksomheds-sammenslutning[19]. Det står således klart, at goodwill skal undergå en værdiforringelsestest minimum en gang årligt.

Efter, at der er foretaget en værdiforringelsestest skal aktivet indregnes til den laveste værdi af den nuværende bogførte værdi eller genindvindingsværdien. Genindvindingsværdien er defineret i IAS 36.6 som den højeste værdi af: dagsværdi af aktivet fratrukket salgsomkostninger (nettosalgspris) og værdien ved forsat brug (kapitalværdi). Således kan den nye bogførte værdi illustreres ved følgende figur, såfremt der er identificeret indikationer på et nedskrivningsbehov. En eventuel nedskrivning skal herefter betragtes som et tab og straks indregnes i resultatopgørelsen.



Figur 3: Illustration af bogført værdi efter værdiforringelsesværdi[20]

Nettosalgsprisen er det beløb, som kan opnås ved salg af et aktiv ved en handel mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter med fradrag af salgsomkostninger[21].

Kapitalværdien er nutidsværdien af skønnede fremtidige pengestrømme, der forventes at fremkomme fra fortsat anvendelse af et aktiv eller en gruppe af aktiver.

[19] IAS 36.10 har dog indført en lempelse således at værdiforringelsestesten blot skal foretages en gang årligt for at lette byrden omkring årsafslutning. Det er dog et krav at testen gennemføres på samme tidspunkt hvert år.

[20] Egen tilvirkning med inspiration fra (Barden, et al. 2008, 358)

[21] Salgsomkostninger er kun de omkostninger, der er direkte forbundet med afhændelsen af det pågældende aktiv, i dette tilfælde aktivitet, fratrukket finansielle omkostninger og skat.

Af ovenstående fremgår det, at der skal være indikationer på værdiforringelse for de enkelte aktiver, på nær de førnævnte undtagelser såsom goodwill, førend en værdiforringelsestest er påkrævet. Disse indikationer kan både være interne som eksterne indikationer. IAS 36.12 foreskriver, at virksomheden som minimum skal overveje nedenstående indikationer. Standarden understreger, at listen ikke er udtømmende og at der kan være andre indikatorer der gør at en værdiforringelsestest er nødvendig. De i standarden nævnte indikatorer er oplistet i tabellen nedenfor:

Indikatorer på værdiforringelse	
Eksterne kilder	**Interne Kilder**
Aktivernes markedsværdi er i perioden faldet betydeligt mere end forventet i forhold til normal brug og tidsmæssig forældelse.	Synlige tegn på forældelse af et aktiv eller fysisk skade på et aktiv.
Der er i perioden konstateret væsentlige ændringer vedrørende teknologi, marked, økonomi eller miljøforhold i branchen eller på markeder, hvor aktiverne anvendes, som har påvirket virksomheden negativt.	Der er i perioden konstateret væsentlige ændringer i aktivets anvendelse eller forventede anvendelse med negativ indvirkning på virksomheden, fx manglende udnyttelse, planer om ophør eller omstrukturering af den aktivitet, som aktivet er knyttet til, eller planer om afhændelse af aktivet før det hidtil forventede tidspunkt (forkortet brugstid).
Renteniveau har været stigende i perioden, og det er sandsynligt, at dette vil påvirke den diskonteringssats, der skal anvendes ved beregning af aktivernes kapitalværdi.	Dokumentation fra den interne rapportering, som indikerer, at et aktivs økonomiske afkast er eller vil blive lavere end forventet.
Den regnskabsmæssige værdi af virksomhedens nettoaktiver er større end virksomhedens samlede kursværdi.	

Tabel 1 Indikationer på værdiforringelse[22]

Efter at have præsenteret de generelle bestemmelser vil resten af indeværende afsnit fokusere på behandling af værdiforringelse af goodwill.

2.2.2 Værdiforringelsestest af goodwill

En værdiforringelsestest skal som udgangspunkt foretages på hvert enkeltaktiv. Det er dog sjældent, at et aktiv alene genererer pengestrømme, da dette først sker når en række aktiver interagerer.

Goodwill, der opstår i forbindelse med virksomhedssammenslutninger er den del af købsprisen, der ikke umiddelbart kan allokeres til særligt aktiverbare immaterielle aktiver, men også materielle aktiver, tilgodehavender mm. Goodwill er således den merværdi køber vælger at give for selskabet[23]. Herved kan man argumentere for at goodwill forøger værdien

[22] Egen tilvirkning, indikationer fra IAS 36.12

[23] Det skal her bemærkes at såfremt køber har gjort en rigtig god handel vil dagsværdien af de overtagne aktiver og forpligtelser overstige summen af det betalte vederlag, værdien af minoritetsinteresser og

af allerede eksisterende aktiver. Goodwill genererer derfor per definition ikke selvstændigt pengestrømme.
IAS 36 foreskriver, at et enkeltaktivs genindvindingsværdi ikke kan opgøres, såfremt det ikke generer indgående pengestrømme. Det vil sige salgsindtægter, der er uafhængige af andre aktiver, hvilket f.eks. er tilfældet med goodwill.

Derfor skal en værdiforringelsestest af goodwill altid vurderes sammen med en gruppe af andre aktiver, jf. IAS 36.80. Aktiverne grupperes således i pengestrømsfrembringende enheder, i det følgende CGU (Cash - Generating – Unit). En CGU er i IAS 36.6 defineret som følgende:

"A cash-generating unit is the smallest identifiable group of assets that are largely independent of the cash inflows from other assets or groups of assets".

Udgangspunktet for værdiforringelsestesten er som beskrevet i afsnit 2.2.1 at sikre sig, at aktivet ikke er indregnet til mere end genindvindingsværdien. Problemet består derfor i at identificere den nye bogførte værdi, hvilket er illustreret i figur 3. Indeværende redegørelse vil således tage udgangspunkt i denne figur og blive struktureret på følgende måde:

Afsnit	Fase
2.3.2.1	Opdele virksomheden i CGU'er og allokering af goodwill til de enkelte CGU'er
2.3.2.2	Opgørelse af CGU'ens nuværende regnskabsmæssige værdi
2.3.2.3	Opgørelse af CGU'ens genindvindingsværdi
2.3.2.4	Identifikation af værdiforringelse og indregning heraf

Tabel 2 Faser i en værdiforringelsestest af goodwill[24]

2.2.2.1 Opdele virksomheden i CGU'er og allokering af goodwill til de enkelte CGU'er

Identifikation af en CGU kan i praksis være vanskelligt og baseret på skøn, men det anføres i standarden, at ved identifikation af en CGU skal der tages højde for den måde, hvorpå ledelsen overvåger virksomheden, jf. IAS 36.69. Dette kunne være pr. produktlinje, segmenter, lokationer eller lignende. Således kan interne rapporteringer give en god indikation på hvordan en virksomhed er opdelt.

Som beskrevet i afsnit 2.2.2 står det klart, at goodwill ikke kan testes for værdiforringelse alene, idet goodwill ikke alene generer pengestrømme. Derfor skal goodwill, der er opstået i

dagsværdien af eksisterende ejerandele. Hvis dette er tilfældet har køber gjort en favorabel handel og forskelsværdien, som nævnt ovenfor skal herefter straks indregnes i resultatopgørelsen som indtægt (Hansen og Larsen 2009, 47)

[24] Egen tilvirkning

forbindelse med en virksomhedssammenslutning på erhvervelsestidspunktet allokeres til den overtagende virksomheds mindste CGU, der forventes at opnå økonomiske fordele fra synergierne af en virksomhedssammenslutning, jf. IAS 36.80.

I mange tilfælde vil goodwill, der er opstået i forbindelse med en virksomheds-sammenslutning føre til en øget værdi af allerede eksisterende CGU'er, grundet netop synergieffekter mv. Standarden giver derfor mulighed for at goodwill godt må allokeres til en gruppe af CGU'er, da det kan være svært at allokere goodwill til en enkelt CGU. Der er dem der mener, at goodwill bør allokeres og testes for værdiforringelse på virksomhedsniveau alene. Dette har IASB dog afvist og således indført, at niveauet for værdiforringelsestesten ikke må overstige driftssegmenterne, der er fastsat i overensstemmelse med IFRS 8[25].

Den eller de pågældende CGU'er skal repræsentere det laveste niveau, som virksomheden i den interne styring anvender som grundlag for at overvåge det eller de indregnede goodwillbeløb.

Ved at indføre muligheden for at allokere goodwill til en gruppe af CGU'er, søger standarden at undgå en arbitrær fordeling. Ej heller er det IASB's ønske at der som udgangspunkt skal ændres på, eller laves nye rapporteringssystemer internt i virksomheden for at kunne udføre en værdiforringelsestest.

Allokeringen af goodwill skal som nævnt ske på overtagelsestidspunktet. IASB anerkender dog, at der er flere problemstillinger knyttet til denne allokering. IASB har således indført, at såfremt det ikke er muligt at foretage en allokering af goodwill i det regnskabsår, hvori virksomhedssammenslutningen er sket, kan dette udskydes. Allokeringen skal dog senest ske ved udgangen af det første hele regnskabsår efter virksomhedssammenslutningen[26].

Som det fremgår ovenfor er IAS 36 sparsomme med oplysninger omkring allokeringen af goodwill til de enkelte CGU'er. Blot at dette ikke sker på baggrund af en arbitrær fordeling.

2.2.2.2 Opgørelse af CGU'ens nuværende regnskabsmæssige værdi

Når en given CGU er identificeret, er det væsentligt at opgøre CGU'ens nuværende regnskabsmæssige værdi, da denne indgår i vurderingen af om der foreligger et nedskrivningsbehov, hvilket fremgår af figur 3. En CGU er en gruppe af aktiver, hvorfor det ikke umiddelbart er lige til at opgøre dennes regnskabsmæssige værdi. Standarden omtaler hvordan den regnskabsmæssige værdi skal opgøres i IAS 36.75. Her beskriver standarden, at

[25] Det skal her bemærkes at IFRS 8 først træder i kraft 01.01.2009.

[26] Denne frist er længere end fristen for gennemførelsen af købsprisallokeringen, der i henhold til IFRS 3 er 1 år fra overtagelsesdagen, jf. (Fedders og Steffensen 2008, 606)

den regnskabsmæssige værdi skal opgøres konsistent med den måde man vil opgøre genindvindingsværdien på. Standarden uddyber i IAS 36.76(a), at den regnskabsmæssige værdi skal opgøres på følgende grundlag:

"The carrying amount of only those assets that can be attributed directly, or allocated on a reasonable and consistent basis, to the CGU and that will generate the future cash inflows used determining the CGU's value in use".

Forpligtelser skal som udgangspunkt ikke inkluderes i den regnskabsmæssige værdi for CGU'en, medmindre de uløseligt hænger sammen med aktiver man har inkluderet i CGU'en. Sådanne forpligtelser bør medtages når det må formodes, at et aktiv eller en CGU ikke kan blive solgt, medmindre køber ligeledes overtager forpligtelsen. En sådan forpligtelse kunne eksempelvis være reetableringsforpligtelser.

Som det fremgår skal opgørelsen af den regnskabsmæssige værdi af CGU'en medtage aktiver, der direkte kan henføres til CGU'en men også aktiver, der indirekte kan henføres til CGU'en. Indirekte henførbare aktiver kan være goodwill, der er omtalt i afsnit 2.2.2.1, men kan også være såkaldte virksomhedsaktiver[27].

2.2.2.3 Opgørelse af CGU'ens genindvindingsværdi

Tages der igen udgangspunkt i figur 3 opgøres genindvindingsværdien som den højeste værdi af dagsværdien fratrukket salgsomkostninger (Nettosalgsprisen) og værdien ved forsat brug (Kapitalværdien). I det følgende vil jeg gennemgå, hvordan disse værdier kan opgøres til brug for værdiforringelsestest af goodwill.

2.2.2.3.1 Opgørelse af CGU'ens dagsværdi fratrukket salgsomkostninger

I sagens natur er den bedste og mest pålidelige måde at opgøre en CGU's dagsværdi ved, at benytte den værdi, der fremgår af en bindende aftale om salg af aktivitet og hvor aftalen er indgået på armslængdevilkår, fratrukket salgsomkostninger, hvilket er i overensstemmelse med IAS 36.25.

Det er imidlertid sjældent at der foreligger en bindende salgsaftale på en given CGU. Er dette tilfælde kan dagsværdien opgøres såfremt der eksisterer et aktivt marked for den pågældende type af aktivitet (CGU). Har aktiviteten ikke været handlet på markedet gennem længere tid, hvilket vil sige, at markedet ikke længere er velfungerende, kan dagsværdien muligvis opgøres ud fra senest offentliggjorte købstilbud, herunder hvis selskabet har modtaget et konkret købstilbud.

[27] Virksomhedsaktiver er kendetegnet ved at understøtte virksomheden som helhed og vil typisk være domicilejendomme, varemærker og forskningscentre.

Såfremt dette heller ikke er tilfælde kan virksomheden ty til udfaldet af de seneste handler fra en lignende aktivitet i den samme industri og mellem kvalificerede, villige og indbyrdes uafhængige parter med fradrag af salgsomkostninger.

I praksis er det min vurdering, at det er relativt svært at opgøre dagsværdien af en CGU, medmindre virksomheden står i en direkte salgssituation, hvor man påtænker at frasælge en bestemt CGU. Frasælges en CGU kan det diskuteres, om det reelt er hele CGU'en der frasælges. Der kan eksempelvis være problematikker omkring virksomhedsaktiver, goodwill mv.

Standarden foreskriver dog ikke at virksomheden skal udregne både nettosalgsprisen og kapitalværdien, hvorfor det må formodes, at selskaber hovedsageligt vil benytte kapitalværdien til beregning af genindvindingsværdien. Dette er begrundet med at det må formodes, at det er forholdsvis sjældent en virksomhed står i en direkte salgssituation.

Dette udsagn understøttes af tidligere studier, hvor kun 5 ud af 62 adspurgte selskaber anvender nettosalgsværdien som metode til opgørelse af genindvindingsværdien[28]. Samme undersøgelse angiver, at en mulig årsag til den begrænsede anvendelse af nettosalgsprisen er, at metoden som nævnt ovenfor kræver, at virksomheden ligger inde med viden om markedsværdien for den pågældende CGU. Dette kræver, jf. undersøgelsen i realiteten at CGU'en er børsnoteret eller at der foreligger pålidelige indikationer om markedsværdien[29].

2.2.2.3.2 Opgørelse af CGU'ens værdi ved forsat brug

Der er flere måder hvorpå man kan opgøre kapitalværdien på. Anerkendte metoder er for eksempel Economic Value Added modellen, Tilbagediskonteret cash flow og anvendelsen af multipler. Undersøgelsen, der er nævnt i foregående afsnit, har dog vist, at den alt overvejende model, der benyttes i praksis er den tilbagediskonterede cash flow model. Af 68 adspurgte selskaber responderede 57 selskaber og af disse anvender hele 56 den tilbagediskonterede cash flow model (i det følgende DCF-metoden). Undersøgelsen viser i øvrigt, at de selskaber, der anvender andre metoder, benytter disse som en form for sikkerhed i forbindelse med anvendelsen af DCF-metoden[30]. På denne baggrund vil indeværende afhandling udelukkende redegøre for DCF-metoden. Valget understøttes ligeledes af IAS 36.30, der lægger op til at man anvender en sådan metode.

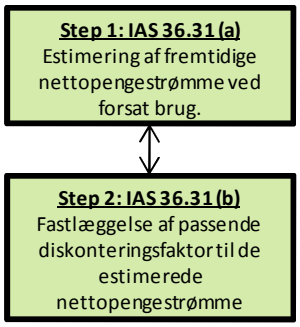
---

[28] (Hansen, Petersen og Plenborg 2007 Del 2, 1)

[29] En pålidelig markedsværdi vil i dette tilfælde eksempelvis kunne være en bindende salgsaftale på armslængdevilkår.

[30] Det skal nævnes at man i undersøgelsen havde mulighed for at afgive flere svar til spørgsmålet om, hvilken metode der anvendes til opgørelsen af kapitalværdien. (Hansen, Petersen og Plenborg 2007 Del 2, 1)

Til at estimere kapitalværdien angiver IAS 36.31 to steps, der ligeledes vil udgøre strukturen i det følgende. De to steps kan stilles op i følgende figur:



Figur 4: Steps i fastlæggelse af CGU'ens kapitalværdi[31]

Det essentielle i DCF-metoden er at tilbagediskontere det frie cash flow i henholdsvis budgetperioden, samt efter budgetperioden. I ord kan kapitalværdien herved beskrives som følgende:

Kapitalværdi = Nutidsværdi af fri cash flow *i* budgetperioden + Nutidsværdi af fri cash flow *efter* budgetperioden

Eller med matematisk formel[32]:

$$\text{Kapitalværdi} = \sum_{t=1}^{T} \frac{\text{FCFF}}{(1+\text{wacc})^{t}} + \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{(\text{wacc-g})(1+\text{wacc})^{T}} - \text{NFF}_{0}$$

Hvor,

FCFF = frit cash flow til virksomheden

wacc = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

g = vækstraten i terminalperioden

NFF_0 = netto finansielle forpligtelser på tidspunkt 0

I det følgende vil jeg gennemgå de to steps illustreret i figur 4.

<u>Step 1: Estimering af fremtidige nettopengestrømme ved forsat brug</u>

Estimering af fremtidige nettopengestrømme for en given CGU omfatter en række regnskabsmæssige skøn. Standarden har i IAS 36.33 – IAS 36.54 redegjort for, hvilke overvejelser, der skal indgå i sammensætning af nettopengestrømme for et aktiv, eller i dette tilfælde en CGU. I disse punkter redegøres der i standarden ligeledes for, hvad der ikke bør indgå i estimeringen af fremtidige nettopengestrømme.

[31] Egen tilvirkning med udgangspunkt i IAS 36.31, bemærk at der er tale om en fri oversættelse

[32] (Elling og Sørensen 2005, 33)

Standarden specificerer, at de fremtidige nettopengestrømme skal tage udgangspunkt i de af virksomheden udarbejdede budgetter og prognoser over de forventede ind- og udbetalinger i perioden for den pågældende CGU. De anvendte budgetter og prognoser skal være baseret på veldokumenterede forudsætninger, og skal repræsentere ledelsens bedste skøn over den fremtidige udvikling. Yderligere foreskriver standarden, at budgetterne skal være konsistente med historiske resultater. Dette er dog på betingelse af, at disse historiske resultater indeholder effekten af efterfølgende begivenheder og omstændigheder, der ikke eksisterede på det tidspunkt, hvor de historiske resultater blev generet, jf. IAS 36.34. Standarden foreskriver endvidere at disse budgetter og prognoser er godkendt af den øverste ledelse.

Budgetterne skal som udgangspunkt dække en periode på 5 år, medmindre en længere periode kan forsvares, jf. IAS 36.33(c). At budgetperioden ikke som udgangspunkt skal være længere skyldes, at usikkerheden efter de 5 år normalt anses for at være stor. I litteraturen omkring standarden nævnes, at selskaber, der opererer med længere planlægnings-horisonter end 5 år kan retfærdiggøre en længere budgetplanlægning. Dette kunne f.eks. være selskaber indenfor teleselskaber og elselskaber eller generelt kapitaltunge selskaber[33].

Det helt centrale i fastlæggelse af budgetperioden er, at virksomheden efter denne er nået ind i en stabil fase, en såkaldt steady state, hvor de budgetterede vækstrater er konstante.

Opgørelsen af terminalværdien ud over budgetperioden skal, jf. IAS 36.33(c) estimeres ved at ekstrapolere de senest budgetterede nettopengestrømme med en fastsat vækstrate. Denne vækstrate skal være konstant eller faldende, medmindre virksomheden kan redegøre for anvendelsen af en anden vækstrate. En begrundelse for dette kan for eksempel være en branche i kraftig vækst. Dog må vækstraten ikke overstige den forventede langsigtede vækstrate for de produkter, industrier eller landespecifikke forhold der gør sig gældende for den enkelte CGU.

De fremtidige nettopengestrømme skal estimeres på baggrund af CGU'ens nuværende stand. Dette indebære, at hvis der er budgetteret væsentlige forbedringer af CGU'en og disse resulterer i øgede nettopengestrømme, skal der korrigeres herfor. Omvendt skal der i budgetteringen tages højde for sædvanlige reinvesteringer, der blot skaber samme kapitalværdi som de hidtidige aktiver, jf. IAS 36.44 modsætningsvis[34]. Omkostninger til forventede omstruktureringer mv. må kun indregnes i det omfang disse omkostninger overholder kravene til indregning efter IAS 37.

[33] (Fedders og Steffensen 2008, 602)

[34] (Fedders og Steffensen 2008, 603)

Yderligere foreskriver IAS 36.50, at estimeringen af fremtidige nettopengestrømme skal være eksklusiv finansierings- og skatteomkostninger.

Det er vigtigt at pointere, at de nettopengestrømme, der skal benyttes i DCF-metoden er de frie nettopengestrømme (også omtalt som det frie cash flow), hvilket ikke er at forveksle med det regnskabsmæssige resultat. Det frie cash flow er i litteraturen defineret som det cash flow, der er tilgængelig for *alle* investorer og långivere i virksomheden.

Step 2: Fastlæggelse af passende diskonteringsfaktor til de estimerede pengestrømme

Efter at have estimeret de fremtidige nettopengestrømme skal disse tilbagediskonteres til nutidsværdi, hvorfor der skal fastsættes en passende diskonteringsfaktor. IAS 36.55 foreskriver, at denne diskonteringsfaktor skal være en før skat diskonteringsfaktor og reflektere de specifikke risici, som markedet må antages at tillægge en investering i det pågældende aktiv eller CGU.

Diskonteringssatsen skønnes ud fra den sats, som gælder for aktuelle markedstransaktioner med tilsvarende aktiver, eller fra de vejede, gennemsnitlige kapitalomkostninger for en børsnoteret virksomhed, der har et enkelt aktiv (eller en gruppe af aktiver), som svarer til det pågældende aktiv eller gruppe af aktiver, jf. IAS 36.56.

I praksis vil en specifik diskonteringsfaktor være svær at opgøre grundet de specifikke forhold, der knytter sig til et aktiv eller CGU. Ydermere vil der i praksis sandsynligvis være få børsnoterede selskaber, der vil være sammenlignelige, da der ofte vil være tale om selskaber med bredere produktliner, markeder mv.[35]. Er det ikke muligt at finde en specifik diskonteringsfaktor skal den estimeres. I den forbindelse er der i tilknytning til standarden udgivet et appendiks A, der er en integreret del af standarden. Dette appendiks giver en indføring i, hvordan virksomheden bør estimere diskonteringsfaktoren.

Den estimerede diskonteringsfaktor skal afspejle det afkast, som en investor vil kræve ved investering i det pågældende aktiv eller CGU, altså i overensstemmelse med IAS 36.55.

Ifølge IAS 36.A17 vil man normalt anvende følgende satser som udgangspunkt for estimeringen af diskonteringsfaktoren:

- Virksomhedens vejede, gennemsnitlige kapitalomkostninger (wacc), opgjort ved CAPM modellen[36]
- Virksomhedens lånerente
- Andre lånerenter på området

[35] (Barden, et al. 2008, 409)

[36] CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Det er vigtigt at ovenstående faktorer skal korrigeres, således at diskonteringsfaktoren som nævnt afspejler de specifikke risici, som markedet ville tillægge nettopengestrømmene fra det pågældende aktiv eller gruppe af aktiver. Der skal herunder bl.a. tages hensyn til lande, områder, valuta og prisrisici samt øvrig usikkerhed, når diskonteringsfaktoren fastsættes, forudsat at der ikke allerede er taget højde herfor ved budgettering af pengestrømmene. Det er væsentligt at der er konsistens mellem fastlæggelse af nettopengestrømmene og den anvendte diskonteringsfaktor.

Som det fremgik tidligere fokuserer indeværende afhandling på DCF-metoden til at tilbagediskontere fremtidige nettopengestrømme. DCF-metoden lægger netop op til at man benytte en wacc som diskonteringsfaktor, hvorfor jeg i det følgende vil give en kort redegørelse for hvordan denne sammensættes. Litteraturen skriver, at wacc'en repræsenterer de offeromkostninger en investor påtager sig for en given virksomhed i stedet for andre selskaber med lignende risici. Matematisk kan wacc'en opgøres på følgende måde[37]:

$$\text{wacc}=\frac{D}{V}k_d(1-T_m)+\frac{E}{V}k_e$$

hvor,

$\frac{D}{V}$ og $\frac{E}{V}$ =Kapitalstruktur

k_d=Afkastkrav på gælden

k_e=Afkastkrav på egenkapitalen

T_m=Skattesats

Af ovenstående kan det udledes, at wacc'en består af tre komponenter, dels afkastkravet på egenkapitalen, der estimeres på baggrund af CAPM modellen, afkastkravet på gælden der er baseret på den effektive lånerente og virksomhedens optimale kapitalstruktur.

At det skal være om virksomhedens optimale kapitalstruktur og ikke f.eks. den aktuelle kapitalstruktur er begrundet med, at selskaberne altid vil søge den kapitalstruktur, der giver det størst mulige afkast. Ud fra en markedsmæssig tankegang må dette alt andet lige være markedets kapitalstruktur og ikke nødvendigvis virksomhedens nuværende kapitalstruktur. Den optimale kapitalstruktur fastsættes derfor ofte ved at se på en peer group.

Som angivet tidligere benytter DCF-metoden det frie cash flow, der er defineret som det cash flow, der er tilgængelig for *alle* investorer og långivere. Wacc'en tager netop højde for

[37] (Koller, Goedhart og Wessels 2005, 298)

dette ved at vægte långivere og investorer i ovenstående beregningsmodel via kapitalstrukturen.

Det er en kompliceret affære at fastsætte en passende diskonteringsfaktor. Det er ikke fundet interessant for indeværende afhandling at gennemgå wacc'en og alle dens elementer. Dette er begrundet med, at min senere analyse ikke vil give mulighed for at identificere, hvorledes de enkelte selskaber har fastsat deres diskonteringsfaktor. Det udspringer af IAS 36, der kun foreskriver, at selskaberne skal oplyse hvor stor en diskonteringsfaktor, der er anvendt og en beskrivelse af, hvordan de væsentligste estimater er fastlagt. Selskaberne skal således ikke oplyse hvilken betaværdi eller risikofrie rente virksomheden har benyttet. Betaværdier samt den risikofrie rente benyttes eksempelvis i anvendelse af CAPM modellen[38]. Kapitel 3 vil dog komme med en redegørelse for, hvordan de enkelte elementer, der indgår i wacc'en påvirkes i en recession.

Efter at virksomheden har estimeret henholdsvis de fremtidige nettopengestrømme og en passende diskonteringsfaktor kan kapitalværdien og herved værdien ved forsat brug fastsættes.

2.2.2.4 Identifikation af værdiforringelse samt indregning heraf

Følger man figur 3, og særligt med hensyn til goodwill IAS 36.90, skal der foretages nedskrivning af aktivet eller CGU'en, såfremt den nuværende bogførte værdi overstiger genindvindingsværdien. Aktivet eller CGU'en skal i dette tilfælde nedskrives til genindvindingsværdien.

Standarden foreskriver i IAS 36.104 at nedskrivningen skal foretages ved først at nedskrive den del af goodwillen, der er allokeret til CGU'en, hvorefter der skal foretages nedskrivning af de andre aktiver, der er allokeret til CGU'en. Nedskrivningen af de resterende aktiver skal foretages pro rata. Ved fordelingen af nedskrivningen til de øvrige aktiver i CGU'en må der dog ikke henføres så meget, at det enkelte aktivs egen regnskabsmæssige værdi bliver lavere end aktivets egen genindvindingsværdi, såfremt denne kan opgøres pålideligt. Ej heller er det tilladt at nedskrive aktivet til en værdi under 0.

Nedskrivningen skal som udgangspunkt straks efter den er identificeret registreres i resultatopgørelsen, jf. IAS 36.60[39]. Er der tale om en tidligere foretaget opskrivning, som

[38] Ønsker læseren en uddybende redegørelse for fastlæggelsen af wacc'en henivises til eksempelvis (Rådgivningsudvalget 2002) eller (Koller, Goedhart og Wessels 2005)

[39] Det fremgår ikke af standarden, hvordan en eventuel nedskrivning skal klassificeres i resultatopgørelsen. Dette øger sandsynligheden for at goodwillnedskrivninger bliver klassificeret forskelligt i praksis. Dette forhold bevirker at sammenligneligheden på tværs af regnskaber mindskes. Empiriske undersøgelser viser dog at

oprindeligt er indregnet på egenkapitalen, skal nedskrivningen i stedet reducere eller eliminere den opskrivningsreserve, der måtte fremgå under egenkapitalen.

2.2.3 Tilbageførsel af nedskrivninger

Ligesom der årligt skal foretages en nedskrivningstest af aktiver skal der også foretages en vurdering af, hvorvidt en tidligere foretagen nedskrivning stadig kan opretholdes, jf. IAS 36.124. Dette gælder dog ikke goodwill. Nedskrivninger på goodwill må ikke tilbageføres, jf. IAS 36.110.

Vurderingen af, om en tidligere nedskrivning skal tilbageføres skal foretages, såfremt der er indikationer på at nedskrivningen ikke længere kan opretholdes. Standarden angiver i al væsentlighed de samme indikationer som i tabel 1, blot modsætningsvis.

I tilfælde hvor man ved beregning af genindvindingsværdien har benyttet kapitalværdien som grundlag, kan en tilbageførsel udelukkende foretages, såfremt de udiskonterede pengestrømme er forøget eller den anvendte diskonteringsfaktor er blevet mindre. En relativ stigning i kapitalværdien alene som følge af, at realisationen af de forventede pengestrømme er rykket nærmere, berettiger derimod ikke til en tilbageførsel.

Nedskrivninger foretaget på andet end goodwill skal tilbageføres i det omfang tilbage-førelsen ikke betyder, at den regnskabsmæssige værdi herefter vil overstige den regnskabsmæssige værdi, som aktiverne ville have haft, hvis nedskrivningen ikke var foretaget. Dette betyder, at der ligeledes skal tages højde for eventuelle afskrivninger mv. der ellers ville have været foretaget.

Tilbageførte nedskrivninger skal, jf. IAS 36.119 straks indregnes i resultatopgørelsen, medmindre der eksempelvis er tale om en nedskrivning, der tidligere har reduceret en opskrivningsreserve på egenkapitalen. Er dette tilfælde skal tilbageførslen af nedskrivningen indregnes i opskrivningsreserven på egenkapitalen.

Som nævnt ovenfor må foretagne nedskrivninger på goodwill ikke tilbageføres på noget tidspunkt. Nedskrivninger foretaget i delårsrapporter må heller ikke tilbageføres, jf. IFRIC 10.

---

selskaber i overvejende grad klassificerer nedskrivninger sammen med ordinære afskrivninger, jf. (Hansen, Petersen og Plenborg 2007 Del 2, 5)

2.2.4 Oplysningskrav efter IAS 36

Som det fremgår, er det at foretage en værdiforringelsestest af aktiver en omfattende proces. Derfor kræver IAS 36 da også relativt omfattende oplysninger om nedskrivninger og værdiforringede aktiver.

Kravene til oplysninger i regnskabet er beskrevet i IAS 36.126 – IAS 36.137. Der er forskel på de oplysninger, der skal gives alt afhængig af, om der er tale om væsentlig nedskrivning eller ej. Er der tale om en væsentlig nedskrivning for regnskabet er der yderligere krav til hvilke oplysninger, der skal gives. Fælles er dog, at der skal oplyses om nedskrivningen eller tilbageførelsens størrelse og hvilke aktiver eller CGU'er nedskrivningen eller tilbageførslen vedrører. Herudover skal det omtales, hvilke forhold der har ført til nedskrivningen eller tilbageførslen af nedskrivningen, jf. IAS 36.130 (a) eller IAS 36.131 (b) alt afhængig af, om der er tale om en væsentlig eller uvæsentlig nedskrivning.

Knytter nedskrivningen sig til én eller flere CGU'er, skal disse beskrives, herunder hvordan CGU'en er opgjort. Det skal anføres, om der er tale om for eksempel en produktlinje, geografisk segment eller fabrik. I relation til CGU'er er det ligeledes et krav, at man skal oplyse, såfremt der er sket ændringer i den måde, hvorpå virksomheden har sammensat disse.

Herudover er der krav til at virksomheden skal oplyse, hvordan genindvindingsværdien er opgjort, dvs. om der er benyttet nettosalgspris eller kapitalværdi. Er genindvindingsværdien opgjort ved nettosalgsprisen skal grundlaget for nettosalgsprisen oplyses. Er genindvindingsværdien derimod opgjort på baggrund af kapitalværdien skal den anvendte diskonteringsfaktor oplyses samt eventuelle ændringer i denne. Herudover tilskriver standarden, at virksomheden skal oplyse, hvorvidt der har været ændringer i de estimerede pengestrømme i forhold til tidligere[40].

I relation til CGU'er, der indeholder goodwill eller immaterielle aktiver med ubestemmelige levetider, angiver IAS 36.134 yderligere en række oplysninger, der skal anføres i regnskabet. Dette er uanfægtet om der er foretaget nedskrivninger i året eller sammenligningsåret[41]. Der skal bl.a. gives oplysninger om den regnskabsmæssige værdi af goodwill og immaterielle aktiver med ubestemmelig levetid, der er fordelt på de enkelte CGU'er. Det skal oplyses hvorledes genindvindingsværdien er opgjort og de centrale forudsætninger, der ligger til grund herfor. Ligeledes er der krav til følsomhedsanalyser på de centrale forudsætninger, der er lagt til grund for beregningen, såfremt en ændring af disse vil medføre en nedskrivning.

[40] (Fedders og Steffensen 2008, 614)

[41] (Fedders og Steffensen 2008, 614)

2.3 Delkonklusion

Dette kapitel har søgt at besvare problemformulerings delspørgsmål 1:

"Hvordan skal der foretages værdiforringelsestest af goodwill efter den internationale regnskabsstandard IAS 36?"

Besvarelsen er foretaget ved indledningsvist kort at beskrive, hvilken begrebsramme IASB arbejder under. Her blev det belyst, at IASB's begrebsramme bygger på de normative formueorienterede regnskabsteorier. Begrebsrammen arbejder med en overordnet målsætning for regnskaber aflagt efter IFRS. Den overordnede målsætning for regnskaber aflagt efter IFRS er, at disse skal afdække de væsentligste regnskabsbrugeres informationsbehov.

Efter at have fastsat hvilken begrebsramme IASB arbejder med giver afsnittet en teoretisk indførelse i, hvordan der skal foretages værdiforringelsestest af goodwill efter IFRS, hvilket reguleres i IAS 36 – værdiforringelse af aktiver.

Ideen med indførelsen af standarden var at samle reglerne om værdiforringelsestest i en standard, således at andre standarder udelukkende refererer til denne standard i forbindelse med kravene til værdiforringelsestest.

Det overordnede formål med standarden er, at sikre, at aktiver generelt ikke er indregnet til mere end genindvindingsværdien. Således foreskriver standarden at selskaber skal foretage værdiforringelsestest, såfremt der er indikationer på, at et givent aktiv er værdiforringet. Indikatorer kan både være eksterne som interne indikationer. Immaterielle aktiver med ubestemmelig levetid, herunder goodwill skal dog som minimum testes for værdiforringelse en gang om året.

En værdiforringelsestest af goodwill skal ske ved gennemgang af 4 faser:

1. Opdeling af selskaber i CGU'er og allokering af goodwill hertil
2. Opgørelse af CGU'ens nuværende regnskabsmæssige værdi
3. Opgørelse af CGU'ens genindvindingsværdi
4. Identifikation af eventuel værdiforringelse samt indregning heraf

Kapitlet beskriver i fase 1, at virksomheden som udgangspunkt skal foretage værdiforringelsestest på hvert enkeltaktiv. Imidlertid er det sjældent at enkeltaktiver alene kan genererer pengestrømme, hvorfor de enkelte aktiver skal grupperes i CGU'er. Særligt foreskriver standarden at goodwill per definition ikke genererer selvstændige pengestrømme, hvorfor goodwill skal allokeres til den mindste CGU, der forventes at opnå

økonomiske fordele fra bl.a. synergierne, der opstår i forbindelse med en virksomheds-sammenslutning. En CGU vil i praksis ofte være sammenfalden med en produktlinje eller markeder. Standarden foreskriver, at man bør bruge ledelsens interne rapportering som indikation på hvilke CGU'er, der eksisterer i virksomheden.

I fase 2 er det beskrevet, hvorledes den nuværende regnskabsmæssige værdi af CGU'en fastsættes. I opgørelsen af den regnskabsmæssige værdi blev det pointeret, at det altafgørende er at der er konsistens i den måde, hvorpå man opgør og allokerer de aktiver, der indgår i såvel genindvindingsværdien som den regnskabsmæssige værdi.

Fase 3 beskriver, at en CGU's genindvindingsværdi opgøres som den højeste af nettosalgsprisen og kapitalværdien. Nettosalgsprisen er den værdi, som kan opnås ved salg mellem kvalificerede, villige, indbyrdes uafhængige parter med fradrag af salgsomkostninger. I praksis er det min vurdering, at denne værdi er svær at opgøre for en CGU, medmindre virksomheden står i en direkte salgssituation, hvor man påtænker at frasælge en bestemt CGU. Derfor vil det som oftest være kapitalværdien, der benyttes som udtryk for genindvindingsværdien. Dette bliver ligeledes understøttet af tidligere empiriske undersøgelser. Kapitalværdien er defineret som nutidsværdien af fremtidige pengestrømme, der forventes at hidrøre fra fortsat anvendelse af et aktiv eller gruppe af aktiver.

Den mest benyttede metode til opgørelse af kapitalværdien i praksis er DCF-metoden. DCF-metoden bygger på to væsentlige steps henholdsvis estimering af fremtidige pengestrømme ved forsat brug og fastlæggelse af en passende diskonteringsfaktor til de estimerede pengestrømme. Som diskonteringsfaktor blev særligt wacc'en præsenteret, da DCF-metoden som udgangspunkt benytter denne som diskonteringsfaktor.

Herefter blev der redegjort for, hvordan en eventuel nedskrivning skal behandles og indregnes i balancen henholdsvis resultatopgørelsen.

Afslutningsvis blev det præsenteret, hvornår og hvordan en eventuel tilbageførelse af en tidligere foretagen nedskrivning skal behandles og indregnes. Ligeledes blev det præciseret, at det ikke er tilladt at tilbageføre tidligere foretagne nedskrivninger på goodwill.

Samlet set kan det konkluderes, at det er en relativ kompliceret proces at foretage værdiforringelsestest af aktiver og særligt goodwill. Det er derfor ikke overraskende, at IASB har pålagt selskaberne en del oplysningskrav omhandlende værdiforringelsestest. Det er disse oplysninger jeg senere hen i afhandlingen vil bruge til at identificere, om den nuværende recession har haft en indvirkning på parametrene, der indgår i opgørelsen af kapitalværdien.

3. Problemstillinger knyttet til IAS 36 særligt i en recession

Efter at have introduceret de retningslinjer IAS 36 foreskriver i henhold til værdiforringelses-test af goodwill, vil indeværende kapital belyse de elementer selskaber, revisorer og andre regnskabsbrugere skal være opmærksomme på i en recession. Kapitlet vil derfor starte med en kort redegørelse for, hvad der menes med en recession i bred forstand.

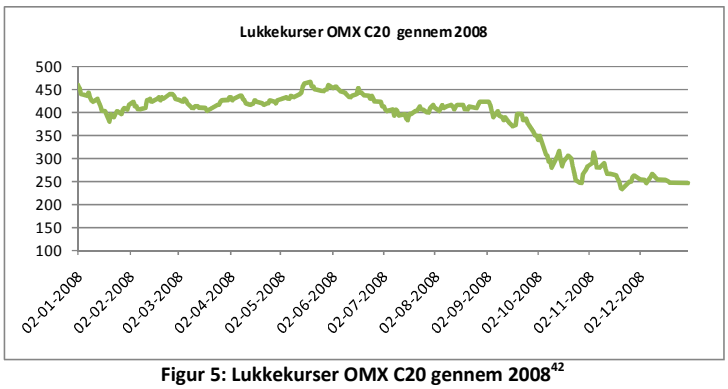
Efterfølgende vil de centrale problemstillinger, der er knyttet til brugen af DCF-metoden i en recession blive diskuteret. Kapitlet søger at redegøre for, hvordan de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest ved DCF-metoden, påvirkes i en recession.

Afslutningsvis vil kapitlet identificere og redegøre for et par af de problemstillinger, der generelt kan knytte sig til værdiforringelsestest af goodwill.

3.1 Hvad er en recession

Afhandlings titel er *"Værdiforringelse af goodwill i en recession"*. Det er således vigtigt at definere, hvad der menes med en recession. Afhandlingen er motiveret af den såkaldte finanskrise, der for alvor tog til i efteråret 2008. Finanskrisen udsprang af en række problemstillinger, bl.a. nævnes nedgangen på det amerikanske boligmarkeds som en af årsagerne til krisens udbrud. Finanskrisen medførte store problemer for hidtidige velkonsoliderede selskaber, der måtte give fortabt, fx Lehman Brothers. Den finansielle krise førte til et markant tillidsbrud til de finansielle institutioner, der pludselig oplevede væsentlige likviditetsproblemer. Likviditetsproblemerne bevirkede, at banker blev mere tilbageholdende med at låne penge ud, hvorfor prisen på kapital steg markant.

Finanskrisen kan direkte læses i, en række aktiemarkeder der faldet væsentligt i værdi. Kursfaldet på aktiemarkederne kan illustreres ved nedenstående figur, der viser lukkekursen for det danske OMX C20 indeks igennem 2008:



Figur 5: Lukkekurser OMX C20 gennem 2008[42]

[42] Egen tilvirkning med data fra Nasdaq OMX Nordic

Det kraftige værditab på aktiemarkederne verden over er en af mange indikationer på, at en række økonomier er havnet i en recession.

En recession er defineret som en periode med negativ BNP[43] vækst. Normalt siger man, at en økonomi er i recession når den respektive økonomi har negativ BNP vækst i to på hinanden følgende kvartaler. Er en recession længerevarende bliver der tale om en lavkonjunktur og forbliver økonomien i en tilstand af lav eller ingen vækst omtales dette som en depression[44].

De regnskaber jeg senere i afhandlingen vil analysere, er de regnskaber, der befinder sig på OMX C20. Det er derfor i denne henseende interessant at vide, hvordan tilstanden i den danske økonomi er. For at belyse dette er der nedenfor angivet en række nøgletal fra Danmarks Statistik:

Seneste overskrifter:
Fortsat økonomisk tilbagegang
BNP faldt 1,1 pct. i 1. kvt.
Bruttonationalproduktet (BNP) faldt med 1,1 pct. i første kvartal, når der korrigeres for prisudvikling og sæsonbevægelser. Der var en markant nedgang i det private forbrug og et lille fald i det offentlige forbrug. Udenrigshandelen fortsatte sin tilbagegang i første kvartal med fald i både import og eksport. I forhold til første kvartal sidste år faldt BNP med 4,1 pct.

Hovedkonti (mio. kr.) efter prisenhed, sæsonkorrigering, konto og tid (2000-priser kædede værdier, Sæsonkorrigeret)
Enhed: Mio. kr.

	2008K1	2008K2	2008K3	2008K4	2009K1
Offentlig forbrugsudgift	91 001	91 948	92 750	93 613	93 486
Privat forbrug i alt	188 088	186 008	181 970	178 341	174 307
Eksport af varer og tjenester	203 588	206 134	203 396	197 897	194 822
Faste bruttoinvesteringer mv.	81 027	78 509	78 982	74 389	75 675
Lagerforøgelse	3 374	1 605	2 079	2 760	-2 670
Import af varer og tjenester	206 562	207 843	204 915	198 646	190 251
Bruttonationalprodukt	361 851	360 264	357 106	350 112	346 420

Af beregningstekniske årsager er det ikke på nuværende tidspunkt muligt at beregne indirekte sæsonkorrigerede kædede værdier i kvartalerne i 1990.

Figur 6: Nøgletal for den danske økonomi 2008K1 - 2009K1[45]

Af nøgletallene ovenfor ses det, at Danmark i løbet af 2008 og første kvartal i 2009 har haft faldende BNP hvilket betyder, at Danmark teknisk set på daværende tidspunkt var i recession. Yderligere ses det at eksporten og det private forbrug i samme periode var faldende. Et faldende privatforbrug, eksport og generelt faldende BNP vil uden tvivl påvirke de selskaber, der opererer på markedet. Således er det en ny virkelighed selskaberne

[43] BNP (Brutto National Produkt). BNP er et udtryk for lands samlede produktion.

[44] Der er delte meninger om, hvad der definerer ordet lavkonjunktur. De fleste økonomer definerer en lavkonjunktur som en længere periode med lav eller ingen vækst i BNP, længere end en recession men mindre end en depression. Det er yderst sjældent at der er tale om en depression. Den mest kendte er den store depression der påvirkede det meste af verdenen startende i 1920'erne og som varede til starten af 2. Verdenskrig (Blanchard 2006, 467)

[45] Kilde: Danmarks Statistik

arbejder med, og det må stå uden for enhver tvivl, at en recession er noget, der har indvirkning på en værdiforringelsestest.

3.2 Gennemgang af DCF-metoden i en recession

Uanfægtet at selskaberne arbejder i et marked, der er i recession er det er dog vigtigt at holde sig for øje, at intet har ændret sig blot fordi vi er inde i en recession. Kravene, jf. IAS 36 har ikke ændret sig og det er således stadig denne standard, der skal danne grundlag for de værdiforringelsestest, der skal udføres i praksis. Afsnittet vil derfor give en indførelse i, hvilke overvejelser de enkelte selskaber bør inddrage i en værdiforringelsestest i en recession.

DCF-metoden blev overordnet præsenteret i afsnit 2.2.2.3.2, hvoraf det fremgår at benyttelsen af DCF-metoden til estimering af kapitalværdien består af to væsentlige faser:

1. Estimering af fremtidige nettopengestrømme ved forsat brug
2. Fastlæggelse af passende diskonteringsfaktor til de estimerede pengestrømme

Indeværende afsnit vil overordnet blive struktureret på samme vis og de to faser vil blive gennemgået med udgangspunkt i en recession.

Indledningsvis skal det nævnes, at en nedskrivningstest ved brug af DCF-metoden ikke er en eksakt videnskab. DCF-metoden indeholder en række input, der skal estimeres ved brug af skøn. Disse inputs vil ofte være fremtidsbetonet, hvorfor to forskellige personer ofte kan nå frem til forskellige resultater.

Herudover er det vigtigt at notere sig nogle generelle regler for gennemførelsen af en værdiforringelsestest. IAS 36.A3 foreskriver, at det er afgørende, at der er konsistens mellem estimering af fremtidige nettopengestrømme og den anvendte diskonteringsfaktor. Standarden nævner, at nettopengestrømmene og diskonteringsfaktoren skal være fri for bias. Herudover skal de anvendte nettopengestrømme og diskonteringsfaktorer afspejle en række mulige udfald og ikke blot det mest sandsynlige, største eller mindste udfald.

Ud over dette er det vigtigt, at selskaberne tager et metodisk valg til hvor de vil indarbejde effekten af recessionen, netop for at undgå den førnævnte biaseffekt. Det er vigtigt at risikoen ikke indarbejdes i både nettopengestrømmene og diskonteringsfaktoren, da effekten ellers vil blive medtaget dobbelt, jf. IAS 36.A15.

3.2.1 Estimering af fremtidige nettopengestrømme ved forsat brug

De fremtidige nettopengestrømme bliver, som tidligere omtalt, baseret på de af ledelsen godkendte budgetter og prognoser. Budgetterne og prognoserne skal repræsentere ledelsens bedste skøn over den fremtidige udvikling.

Den nuværende økonomiske situation stiller større krav til budgettering i de enkelte selskaber. Det må forventes, at en række selskaber ikke kan realisere de vækstrater, der tidligere er budgettet med. Dette understøttes af, at den danske økonomi generelt er inde i en recession og jf. figur 6 har realiseret et fald i BNP på 4,1 % fra første kvartal 2008 til første kvartal 2009, derudover viser samme figur faldende privatforbrug mv.

Vælger selskaberne metodisk, at medtage den øgede usikkerhed omkring recessionen i nettopengestrømmene bør dette afspejles i budgetteringsfasen[46].

IAS 36.A3 (c) tilskriver, at forskellige scenarier bør sandsynlighedsvægtes. Selskaberne skal som nævnt ikke, blot benytte det mest sandsynlige udfald. Det må formodes, at selskaberne i mindst et af de mulige udfald må påvirkes af recessionen, hvilket alt andet lige betyder, at nettopengestrømmene formindskes. En mindskning af nettopengestrømme vil i sidste ende betyde, at kapitalværdien bliver mindsket, hvorved der er en forøget risiko for at der skal foretages nedskrivning.

IAS 36.44 nævner, at de nettopengestrømme, der estimeres skal være på baggrund af aktivet eller CGU'ens nuværende stand. Ses dette i sammenhæng med IAS 36.33(a), der beskriver, at ekstern dokumentation skal tillægges større vægt end intern, er der ingen tvivl om at det faktum, at der er en generel afmatning i den danske økonomi og andres bør tillægges vægt når budgetter og prognoser skal fastlægges. Det er derved min forventning, at selskaberne ikke kan undlade at indregne en hvis form for effekt af recessionen i deres nettopengestrømme. Dette betyder, at en kapitalværdiberegning som udgangspunkt bør udvise en lavere værdi i en recession.

Yderligere er det et krav, at de budgetter og prognoser, der anvendes i værdi-forringelsestesten skal være veldokumenterede og rimelige. Det er derfor afgørende, at virksomheden kan dokumentere sammenhæng mellem de anvendte budgetter og den aktuelle markedssituation.

[46] Da en recession pr. definition er relativ kortvarig formodes det ikke, at en recession direkte skal have indflydelse på nettopengestrømmene på længere sigt.

Budgetperioden

Kapitalværdien af goodwill består som omtalt af nutidsværdien af nettopengestrømme i budgetperioden plus nutidsværdien af nettopengestrømme efter budgetperioden. Således skal det afgøres, hvor lang budgetperioden skal være.

Udgangspunktet er, jf. IAS 36.33 (b), at budgetperioden ikke bør være længere end 5 år, medmindre en længere periode kan retfærdiggøres. Omvendt foreskriver standarden i IAS 36.33 (c) at de estimerede nettopengestrømme efter budgetperioden skal ske ved brug af en stabil vækstrate. Den nuværende økonomiske situation må alt andet lige sætte en række selskaber under pres på både vækst og indtjeningsevne. Således er det i visse tilfælde nærliggende at forestille sig en længere tidshorisont førend selskaberne igen er inde i en stabil fase, end tidligere. Herved kan man forestille sig, at vi vil se flere værdiforringelsestest, hvor der er benyttet en længere budgetperiode end de 5 år standarden foreskriver.

Terminalværdi

Indeværende afhandling har fokus på værdiforringelse af goodwill. Goodwill er et aktiv, der består af bl.a. synergieffekter mv., der må forventes at tilflyde virksomheden i en længere tidshorisont. En længere tidshorisont er i dette tilfælde en periode, der er længere end hvad der er rimeligt at budgettere. Det er således nødvendigt at arbejde med en terminalværdi. Terminalværdien er af signifikant betydning for den samlede kapitalværdi. Terminalværdien vil ofte udgøre mindst 50 % og for visse vækstselskaber hele 100 %[47]. Det er derfor yderst vigtigt, at de forudsætninger, der benyttes i terminalværdien er rimelige. Terminalværdien blev præsenteret i afsnit 2.2.2.3.2 som følgende:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{\text{FCFF}_{T+1}}{(\text{wacc-g})(1+\text{wacc})^{T}}$$

Hvor,

FCFF_{T+1} = frit cash flow til virksomheden i det første år efter budgetperioden

wacc = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

g = vækstraten i terminalperioden

Vækstraten "g" skal forstås som den nominelle vækstrate, dvs. realvæksten tillagt inflationsraten[48]. IAS 36 foreskriver, at denne rate skal være stabil og ikke må overstige den langsigtede vækstrate for de produkter, industrier eller lande virksomheden opererer i, medmindre andet kan retfærdiggøres. Det er urealistisk at forestille sig, at en virksomhed på lang sigt kan levere vækstrater, der overstiger et lands vækstrater. Såfremt en virksomhed i

[47] (Rådgivningsudvalget 2002, 18)

[48] (Christensen, et al. 2008, 2)

længere tid kan levere meget høje vækstrater vil det kun være naturligt, at konkurrenter vil træde ind på markedet, hvilket vil medføre mindre vækstrater på sigt.

Tager man udgangspunkt i Danmark har landet inden finanskrisen haft en vækst i BNP på mellem 1,6 % og 1,7 %[49]. I den seneste markedsprognose Danske Bank har offentliggjort[50] kan det ses, at væksten i BNP i 2010 forventes at svinge fra 0,3 % i Spanien til 3,3 % i Norge. Til sammenligning forventer Danske Bank for Danmark en vækst i BNP på 1,6 %. Derfor må det forventes, at væksten i terminalperioden, som udgangspunkt sættes indenfor dette interval.

IAS 36.33(c) åbner op for at man i visse tilfælde kan benytte en negativ vækstrate i terminalperioden. Det er min holdning, at dette er bemærkelsesværdigt, da "g" er et udtryk for vækst på den lange bane. Forventer man i denne fase at realisere negative vækstrater må dette alt andet lige være et udtryk for en begrænset levetid for aktivet eller CGU'en. I dette tilfælde bør man ikke benytte en terminalværdi, men kun beregne kapitalværdien ud fra budgetperioden, der skal svare til forventet levetid.

3.2.2 Fastlæggelse af passende diskonteringsfaktor til de estimerede pengestrømme

Diskonteringsfaktoren, der omtales i denne opgave er jf. afsnit 2.2.2.3.2 wacc'en. I wacc'en indgår som nævnt tre væsentlige elementer hhv.:

- Kapitalstrukturen
- Afkastkrav på gælden
- Afkastkrav på egenkapitalen

3.2.2.1 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen viser overordnet, hvordan en virksomhed er finansieret. Altså udviser kapitalstrukturen, hvem der kan gøre krav på selskabet. For de fleste selskabers vedkommende vil de væsentligste aktører, der kan gøre krav på virksomheden, være långivere (gæld) og ejere (egenkapital).

Kapitalstrukturen måles ved at sætte markedsværdien af henholdsvis gæld og egenkapital op imod virksomhedens værdi. I henhold til IAS 36.A19 skal der anvendes en uafhængig kapitalstruktur og ikke virksomhedens aktuelle kapitalstruktur. Kapitalstrukturen skal derfor fastsættes ved brug af en peer group. De selskaber, der analyseres senere hen, er alle noteret på OMX C20. Ved sammensætning af en peer group for det respektive selskab i analysen vil det derfor være nærliggende at tage udgangspunkt i andre børsnoterede selskaber indenfor sammen branche mv. Det kraftige fald på aktiemarkederne vil medføre,

[49] (Christensen, et al. 2008, 2), det skal bemærkes at disse vækstrater er *før* finanskrisen ramte for alvor.

[50] Vedhæftet i bilag 1.

at virksomhedens markedsværdi nu og her vil være væsentligt lavere end før recessionen.. Den lavere markedsværdi vil medføre, at selskaberne i et øjebliksbillede vil udvise en langt højere finansiel gearing end tidligere. Denne gearing er ikke et udtryk for at selskaberne har optaget mere fremmedkapital end vanligt, men blot som nævnt, at markedsværdien er faldet.

Den aktuelle kapitalstruktur kan derfor for en række selskaber i peer group'en ikke anvendes direkte. Således er man i en værdiforringelsestest nødt til at forholde sig til, hvordan en historisk kapitalstruktur i branchen har set ud, om virksomheden har en officiel kapitalstruktur mv.

3.2.2.2 Afkastkrav på gælden

Afkastkrav på gælden kan defineres som det afkast de enkelte långivere forventer. Dette afkastkrav efter skat kan estimeres som[51]:

$$k_d=(r_f+r_s)(1-t)$$

Hvor,

r_f= Risikofri rente

r_s= Selskabsspecifikt risikotillæg

t= Selskabsskattesats

Den risikofrie rente, der i praksis anvendes er ofte ens med den effektive rente på en 10-årig statsobligation[52]. Niveauet for denne rente har historisk ligget omkring 4 %[53] og bør fastsættes ud fra den aktuelle effektive rente på et risikofrit værdipapir. Ser man på den effektive rente for en statsobligation pr. 03.11.2009 ses det, at renten er 3,62 %[54]. Der er således ingen indikation på at recessionen har haft en væsentlig indvirkning på den risikofrie rente.

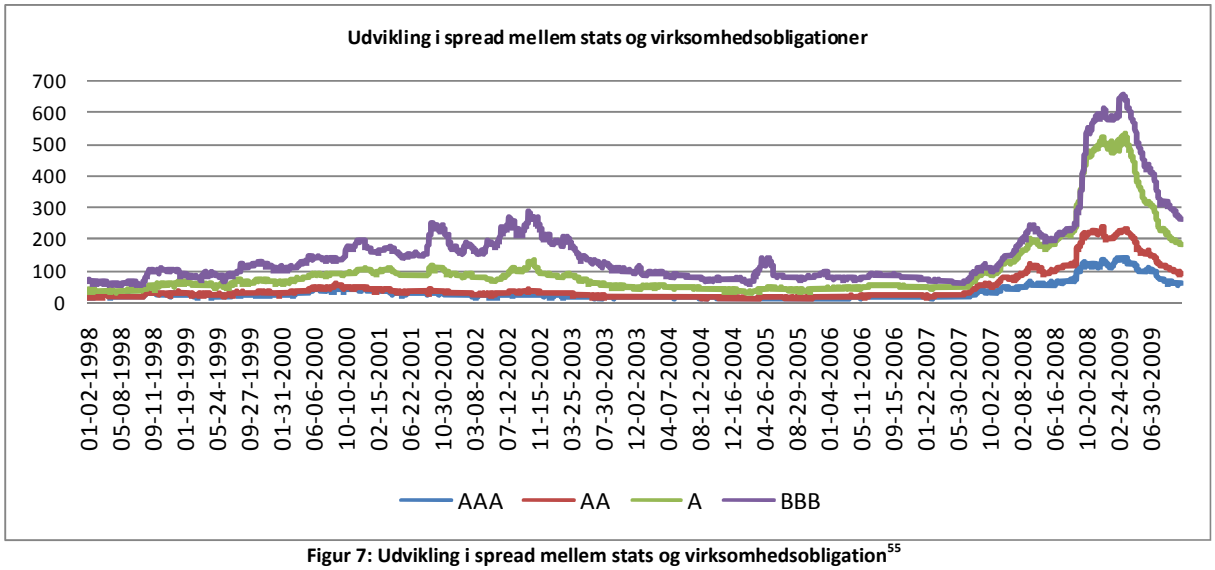
I afkastkravet på gælden indgår ligeledes et selskabsspecifikt risikotillæg. I praksis vil dette ofte bestemmes ved at anvende risikotillægget på sammenlignelige virksomhedsobligationer med samme kreditrating overfor en statsobligation. Risikotillægget tilknyttet de enkelte ratings steg markant under den finansielle krise, hvilket kan henføres til, at bankerne havde likviditetsproblemer og derfor ikke udviste samme villighed til at låne penge ud som før recessionen. Forholdet er illustreret nedenfor, hvor udviklingen i spændet mellem en statsobligation og en virksomhedsobligation er angivet for europæiske selskaber. Figuren er opgjort i basispoint.

[51] (Rådgivningsudvalget 2002, 14)

[52] (Rådgivningsudvalget 2002, 14)

[53] (Christensen, et al. 2008, 3)

[54] Vedhæftet i bilag 2



Figur 7: Udvikling i spread mellem stats og virksomhedsobligation[55]

Spændet mellem stats- og virksomhedsobligationer illustrerer det ekstra tillæg en långiver vil have for at investere i en virksomhed kontra en stat.

Af ovenstående figur ses det, at der historisk har været et risikotillæg i omegnen af 1 %. Recessionens indtog viser sig meget kraftigt i 2. halvår 2008 og 1. halvår 2009. Det vil sige, at afkastkravet på gæld blev væsentligt større for lang de fleste selskaber da krisen var på sit højeste end tidligere. Endvidere er det interessant at observere, at der er en tendens til at spændet formindskes i løbet af 2. halvår 2009. Det ser derfor ikke ud til, at den markante stigning i risikotillægget i 2. halvår 2008 og i starten af 2009 var et udtryk for en strukturel ændring. Det anbefales derfor, at selskaberne ser igennem det høje udsving recessionen medførte og således anvende et mere normaliseret risikotillæg.

3.2.2.3 Afkastkrav på egenkapitalen

Det er tidligere beskrevet, at afkastkravet på egenkapitalen kan estimeres ved at benytte CAPM modellen. CAPM modellen medfører, at afkastkravet på egenkapital kan estimeres ved følgende:

$$k_e = r_f + \text{beta} * \text{MRP}$$

Hvor,

beta=den systematiske risiko

MRP=markedsrisikopræmie

Den risikofrie rente er beskrevet i foregående afsnit og vil således ikke blive beskrevet yderligere.

[55] Egen tilvirkning med data fra Merryl Lynch

Den systematiske risiko (beta) repræsenterer den risiko en investor ikke kan bort-diversificere ved at holde en veldiversificeret portefølje.

Estimeringen af beta sker ved at anvende observationer over en længere tidshorisont. Det anbefales i litteraturen, at der anvendes data fra en 5-årig periode[56]. Herved medtages den aktuelle recession, men samtidig tillægges recessionen ikke for meget vægt. At give recessionen for meget vægt vil ikke være retvisende over tid. Omvendt anbefales det ikke at perioden skal overstige de 5 år da forhold, der knytter sig til perioden før højst sandsynligt ikke længere vil være relevante.

Markedsrisikopræmie (i det følgende MRP) er et udtryk for det ekstra afkast en investor forlanger for en given investering kontra blot at investere i et risikofrit værdipapir. Således kan MRP matematisk opstilles således:

$$MRP=E(R_m)-r_f$$

Hvor,

$E(R_m)$=Forventet afkast for markedet

Der er flere metoder at estimere det forventede afkast til markedet og er et af de mest diskuterede emner indenfor finansiering[57]. Afhandlingen vil ikke diskutere disse metoder, men blot konstatere, at tillægget i de seneste år har ligget på 4,4 % - 4,6 %. Analytikere mener ikke, at dette i al væsentlighed bør ændres grundet den seneste udvikling[58].

3.3 Hvor bør effekten af recessionen indarbejdes i værdiforringelsestesten?

Af ovenstående redegørelse står det klart, at recessionen har påvirkning på udarbejdelse af en værdiforringelsestest. Recessionen har indvirkning på både de estimerede pengestrømme og den anvendte diskonteringsfaktor. Tilbage står så spørgsmålet om, hvor effekten af recessionen bør indarbejdes?

Da vi stadig ikke kender de langsigtede effekter af den nuværende recession og samtidig ikke kender varigheden af recessionen, må det umiddelbart være indtjeningsforventningen og derigennem i nettopengestrømmene, at recessionen bør medtages.

Den anvendte diskonteringsfaktor skal afspejle et fremtidigt niveau, hvorfor det ikke vil være retvisende, at give en recession for meget vægt i forbindelse med fastlæggelsen af de enkelte parametre som f.eks. specifikt risikotillæg på gæld og beta. Eksempelvis viser figur 7,

[56] (Koller, Goedhart og Wessels 2005, 314)

[57] (Koller, Goedhart og Wessels 2005, 304)

[58] (Christensen, et al. 2008, 4)

at det specifikke risikotillæg på gæld steg kraftigt, da krisen satte ind for herefter at udvise en faldende udvikling.

Det er således min vurdering, at man som udgangspunkt skal se igennem en kortvarig recession og i stedet se på den lange bane i forbindelse med fastlæggelse af diskonterings-faktoren.

Ved at indarbejde den forøgede risiko i nettopengestrømmene er det lettere at kvantificere risikoen. Det vil være yderst vanskeligt at fastslå, hvor meget diskonteringsfaktoren skal risikojusteres med f.eks. om det skal være 1 eller 2 %.

3.4 Anvendelse af følsomhedsanalyser

Indeværende kapitel har belyst, at fremtiden i øjeblikket er forbundet med klart større usikkerhed end tidligere. Dette øger usikkerheden i forbindelse med fastsættelse af de enkelte elementer, der indgår i såvel diskonteringsfaktoren som i de estimerede fremtidige nettopengestrømme.

Det kan derfor undre, at IAS 36 er noget uklare i forbindelse med brugen af følsomhedsanalyser. IAS 36 behandler følsomhedsanalyser i IAS 36.134(f), der tilskriver, at såfremt der foreligger en rimelig sandsynlighed for, at en ændring i en af nøgle-forudsætningerne vil medføre et nedskrivningsbehov, så skal der afgives en række ekstra oplysninger. Der skal afgives oplysninger om ændringer i beløb og værdier, der vil medføre, at genindvindingsværdien bliver lig med den regnskabsmæssige værdi for det pågældende aktiv, der testes for værdiforringelse.

Ser man bort fra de specifikke oplysningskrav i IAS 36 er der ingen tvivl om, at en kapitalværdiberegning er forbundet med en lang række af skøn, der kan variere alt afhængig af de forudsætninger og argumenter, der anvendes i beregningen. Der er herved en forøget risiko for, at der ikke er sammenlignelighed[59] imellem de enkelte regnskaber og udførte værdiforringelsestest. For at styrke denne sammenlignelighed og øge troværdigheden af de foretagne værdiforringelsestest, bør en kapitalværdiberegning altid være ledsaget af grundige følsomhedsanalyser.

Efter min overbevisning kunne det være relevant altid at oplyse, hvor meget de enkelte nøgleforudsætninger skal ændre sig, førend der foreligger et nedskrivningsbehov. Dette ville give regnskabsbrugere stor værdi. I mange tilfælde er det sådanne oplysninger, der er

[59] Sammenlignelighed i mellem regnskaber er et af IASB's overordnede mål for regnskaber aflagt efter IFRS, jf. IFRS.FR39

interessante for regnskabsbrugere, hvilket er den overordnede målsætning med regnskaber aflagt efter IFRS, jf. begrebsrammen.

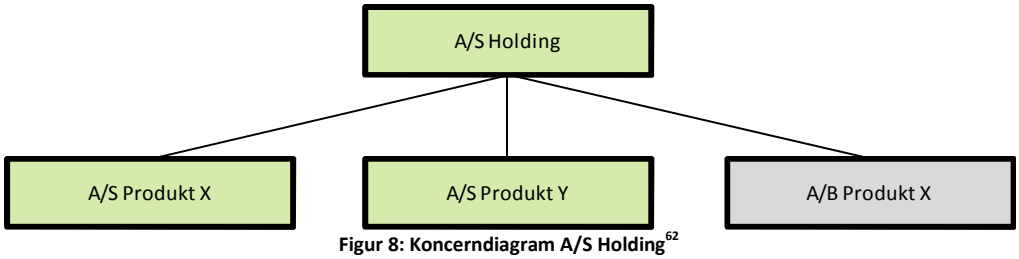
3.5 Generelle problemstillinger knyttet til værdiforringelsestest af goodwill

Uanfægtet om den danske økonomi, eller økonomier generelt, er inde i en recession er der en række problemstillinger knyttet til brugen af IAS 36. Indeværende afsnit vil redegøre for to af de problemstillinger, der generelt er knyttet til værdiforringelse af goodwill og som kan have en indflydelse på omfanget af nedskrivninger i praksis. Disse er vigtigheden af korrekt allokering af goodwill til CGU'er og det faktum, at man ikke må tilbageføre nedskrivning på goodwill. At man ikke må tilbageføre en tidligere foretagen nedskrivning på goodwill kan give incitament til, at subjektive skøn bliver fastlagt til fordel for selskabet.

3.5.1 Allokering af goodwill til CGU'er

Som det er anført i afsnit 2.2.2.1 skal goodwill, der er opstået i forbindelse med en virksomhedssammenslutning på erhvervelsestidspunktet allokeres til den eller de mindste CGU'er, der forventes at drage fordele af virksomhedssammenslutningen. Ydermere er der redegjort for, at det som oftest vil være svært at allokere goodwill til én enkelt CGU, da goodwill ofte vil føre til en forøgelse af værdien for flere CGU'er. Dette giver en problemstilling i indeværende afhandling, da der alt andet lige må være en sammenhæng mellem størrelsen af CGU'en og nedskrivningsbehovet. Det må antages, at jo større CGU desto mindre behov for nedskrivning. Dette kan forklares med, at jo større CGU desto flere indgående pengestrømme og ikke nødvendigvis flere udgående pengestrømme[60]. Der er derfor en risiko forbundet med at goodwill bliver allokeret til CGU'er, der ikke har noget med den allokerede goodwill at gøre.

Problemstillingen kan illustreres ved følgende eksempel[61]:



Figur 8: Koncerndiagram A/S Holding[62]

[60] Det må antages, at der er synergieffekter ved en virksomhedssammenslutning, hvorfor der spares på omkostninger mv. Således vil en succesrig virksomhedssammenslutning føre til, at omkostningerne ikke forøges i samme grad som med de indgående pengestrømme.

[61] Det anførte eksempel er inspireret af det, der er benyttet i (Slot 2005, 3). Eksemplet er simplificeret i forhold hertil i det jeg ikke vurderer at alle de problemstillinger der behandles i det oprindelige eksempel er relevante for indeværende afhandling.

Scenarie:
A/S Holding og resten af koncernen aflægger regnskab efter IFRS. A/S Holding er oprindelig moderselskab for to danske selskaber henholdsvis A/S Produkt X og A/S Produkt Y. Disse selskaber er uafhængige af hinanden og varetager produktion, markedsføring mv. af henholdsvis produkt X og Y uafhængigt af hinanden. Begge datterselskaber har de nordiske lande som marked og er repræsenteret i såvel Danmark som Sverige. Efterfølgende overtager A/S Holding en svensk konkurrent A/B Produkt X, der ligeledes sælger produkt X på det svenske marked. I forbindelse med virksomhedsovertagelsen blev der aktiveret goodwill i A/S Holding.

Koncernens kunder differentierer som hovedregel ikke mellem det produkt, der bliver produceret i Danmark og det, som bliver produceret i Sverige. Den interne rapportering er tilrettelagt således, at rapporteringen er delt op i henholdsvis produkt X og Y. Under den finansielle krise har A/B Produkt X haft svært ved at levere de vækstrater A/S Holding havde forventet. Ydermere er produktionen dyrere i Sverige end i Danmark.

Da A/S Holding efterfølgende skal aflægge årsrapport skal der foretages en værdiforringelsestest af den goodwill, der er aktiveret i selskabet[63].

I ovenstående scenarie står det klart, at A/S Holding splittes op i to CGU'er - henholdsvis produkt X og Y. At Produkt X anses som én CGU, kan forklares med, at kunderne i al væsentlighed ikke skelner mellem de to juridiske enheder og den interne rapporteringsstruktur. Den tilkøbte goodwill kan i dette tilfælde allokeres 100 % til CGU X.

I dette scenarie sker der det, at pengestrømme, der ikke kan henføres til den købte goodwill, nu tages med i vurderingen af, om der foreligger et nedskrivningsbehov for den aktiverede goodwill i A/S Holding. Pengestrømme fra en kunde, der altid har handlet med A/S Produkt X får nu indflydelse på værdiansættelsen af den goodwill, der er opstået i forbindelse med virksomhedssammenslutningen.

I dette tilfælde har ledelsen foretaget en korrekt allokering af goodwill, men eksemplet understreger vigtigheden af korrekt allokering af goodwill. Ovenstående eksempel er relativt simpelt, men i praksis må det formodes at der findes mere komplicerede eksempler, hvor det ikke er ligetil at allokere den tilkøbte goodwill. Det kunne eksempelvis være tilfældet, såfremt administrationen mv. ikke er så skarpt opdelt som i ovenstående tilfælde. Således kunne det være nærliggende at forestille sig, at selskaber vil søge at samle CGU'er når værdiforringelse af goodwill skal testes. Derved er der en risiko for at der ved

[62] Egen tilvirkning med inspiration fra (Slot 2005, 3)

[63] Det forudsættes at genindvindingsværdien opgøres ved brug af kapitalværdien.

værdiforringelsestesten bliver allokeret pengestrømme til den tilkøbte goodwill, der ikke umiddelbart har noget med denne at gøre. Herved vil testen udvise en højere kapitalværdi end, hvad der muligvis er rimeligt.

Problemstillingen understreges af en tidligere undersøgelse foretaget i 2006[64], hvor 20 ud af 62 adspurgte selskaber svarer nej til at goodwill allokeres til et lavere niveau end koncernniveau, hvilket svarer til 32 %. Af de 20, der ikke allokerer goodwill til et lavere niveau end koncernniveau, er der kun 8, der svarer ja til at foretage værdiforringelsestest på koncernniveau. De adspurgte selskaber er alle børsnoterede selskaber i Danmark og derfor sammenlignelige med de regnskaber jeg senere hen i afhandlingen vil analysere. Danske børsnoterede selskaber skal som bekendt aflægge regnskab efter IFRS. Således er de adspurgte selskaber underlagt samme regler som indeværende afhandling tager udgangspunkt i.

På baggrund af undersøgelsen foretaget i 2006 kan der muligvis være tilfælde, hvor goodwill ikke er allokeret til den mindst identificerbare CGU eller gruppe af CGU'er, der forventes at drage fordele af de synergier, der er opstået ved en virksomhedssammenslutning. Efter min overbevisning virker det usandsynligt, at hele 32 % af de adspurgte selskaber ikke kan allokere tilkøbt goodwill til et lavere niveau end koncernniveau. Dette øger risikoen for, at pengestrømme, der ikke vedrører den testede goodwill, medtages i vurderingen af, om der foreligger et nedskrivningsbehov.

Ydermere er der foruroligende, at der er hele 12 selskaber af de 20, der ikke foretager værdiforringelsestest på koncernniveau. Det er i direkte strid med IAS 36, at der ikke foretages værdiforringelsestest, da IAS 36.90 foreskriver, at CGU'er, hvortil der er allokeret goodwill skal testes for værdiforringelse mindst én gang årligt.

Indeværende afsnit kan være med til at belyse, hvorfor man ikke ser flere nedskrivninger på goodwill end forventet i en recession. Afsnittet har redegjort for, at der kan være følgende to fejlkilder til værdiforringelsestest af goodwill, hvilket kan resultere i en for høj kapitalværdi:

- Goodwill bliver allokeret til en for "stor" CGU således, at pengestrømme, der ikke kan henføres til den tilkøbte goodwill, får indflydelse på vurderingen af den tilkøbte goodwill
- Goodwill allokeres ikke til lavere end koncernniveau og bliver *ikke* testet for værdiforringelse

Disse fejlkilder vil blive undersøgt i den efterfølgende analyse.

[64] (Hansen, Petersen og Plenborg Del 1 2007, 4)

3.5.2 Tilbageførsel af tidligere foretagne nedskrivninger såfremt forudsætningerne har ændret sig

I afsnit 2.2.2.3 blev der redegjort for, at værdiforringelsestest af CGU'er og derigennem goodwill kan foretages ved at benytte to metoder henholdsvis nettosalgsprismetoden og kapitalværdimetoden. Ydermere blev der argumenteret for, at den mest benyttede metode i praksis må formodes at være kapitalværdimetoden.

Ved benyttelse af kapitalværdimetoden er der tidligere argumenteret for, at det er DCF-metoden, der er den mest benyttede i praksis. Det er blevet belyst at denne metode indeholder et betydeligt omfang af regnskabsmæssige skøn.

I månederne op til den finansielle krise brød ud var der ikke mange, der forventede at den danske og udenlandske økonomi ville havne i en recession. Således er det min formodning, at mange af de forudsætninger, der blev benyttet til værdiforringelsestest før efteråret 2008 ikke havde recessionen med i deres overvejelser. Omvendt er det kun naturligt at tage højde for recessionen, når der skal laves værdiforringelsestest nu. Ligesom vækst kan blive vendt til recession kan en recession blive vendt til vækst. Det kan umiddelbart undre, at IAS 36.90 foreskriver at man straks skal nedskrive på en given CGU med eller uden goodwill, såfremt der er identificeret et nedskrivningsbehov, men at der ikke må ske tilbageførsel af nedskrivningen, såfremt der er tale om goodwill, jf. IAS 36.124. Ej heller må nedskrivninger, der er foretaget på goodwill i en delårsrapport tilbageføres, såfremt grundlaget for nedskrivningen ikke længere er til stede, jf. IFRIC 10.

Efter min overbevisning mener jeg at disse bestemmelser kan give incitament til ikke at ville foretage nedskrivninger på de CGU'er, der indeholder goodwill og derved skønne parametrene i DCF-metoden til fordel for selskabet.

Min opfattelse er, at det umiddelbart kan undre, at der er denne forskel mellem "almindelige aktiver" og goodwill.

Bestemmelsen konflikter med den tilsvarende bestemmelse i årsregnskabsloven (ÅRL), der i kommentarerne til ÅRL §42 tilskriver, at såfremt forudsætningerne har ændret sig skal nedskrivningen tilbageføres[65].

Bestemmelsen i IAS 36.124 skal ses i sammenhæng med IAS 38, der forbyder indregning af internt oparbejdet goodwill. IASB argumenterer, jf. IAS 36.BC189, for at en senere forøgelse af goodwill kan skyldes internt oparbejdet goodwill. Således er det nødvendigt at udrede

[65] Det skal nævnes, at for at en tilbageførelse skal kunne retfærdiggøres skal denne overholde de i afsnit 2.2.3 omtalte krav til tilbageførelsen.

hvad en efterfølgende forøgelse skyldes. Skyldes tilbageførelsen af nedskrivningen, at den tidligere nedskrevne goodwill har forbedret sin præstation, eller skyldes forøgelsen i genindvindingsværdi internt oparbejdet goodwill?

IASB argumenterer for at forøgelsen i genindvindingsværdien sjældent eller aldrig skyldes at den tilkøbte goodwill har genvundet sin tidligere værdi. Herudover argumenterer IASB at erhvervet goodwill og internt oparbejdet goodwill i fællesskab bidrager til de samme pengestrømme, hvorfor en efterfølgende forøgelse af genindvindingsværdi i erhvervet goodwill er uadskilleligt fra en forøgelse i internt oparbejdet goodwill. I forlængelse heraf mener IASB at det er sjældent, hvis det overhovedet er muligt, at man kan identificere hvilken del af tilbageførelsen, der skal tilskrives den erhvervede goodwill eller den internt oparbejdede goodwill. IASB argumenterer for, at såfremt man tillod en tilbageførsel af tidligere foretagne nedskrivninger på goodwill, vil dette give muligheden for at indregne internt oparbejdet goodwill.

IASB's argumentation vurderes rimelig og det er således også nødvendigt med denne bestemmelse for at hindre, at internt oparbejdet goodwill bliver indregnet. Endvidere kan man argumentere for, at såfremt man tillod tilbageførelse af nedskrivninger på goodwill, ville denne post let kunne blive brugt til regnskabsmanipulation.

Uanfægtet af ovenstående vil IAS 36.124, og ikke mindst IFRIC 10 medføre, at ledelsen i de selskaber, der skal udføre værdiforringelsestest, en ekstra gang vil overveje om de enkelte parametre i DCF-metoden er skønnet korrekt.

3.6 Delkonklusion

Formålet med kapitel 3 var at besvare problemformuleringens delspørgsmål 2:

"Hvilke problemstillinger giver en recession i forhold til værdiansættelse af goodwill?"

For at besvare dette spørgsmål er det indledningsvist beskrevet, hvad der menes med en recession. En recession er en periode, hvori en given økonomi i to på hinanden følgende kvartaler realiserer negativ BNP vækst. Ligeledes er det beskrevet at den danske økonomi teknisk set var inde i en recession omkring årsskiftet 2008/2009. Yderligere er det belyst, at en recession påvirker såvel privatforbrug, det offentlige forbrug og eksporten. Alle disse faktorer er forhold, der uden tvivl påvirker de selskaber, der opererer på det respektive marked.

Herefter er der i kapitlet analyseret, hvordan DCF-metoden til estimering af kapitalværdien er påvirket af en recession.

DCF-metoden er omfattet af en række subjektive skøn, der alle er påvirket af den omkringliggende økonomi. Der er derfor ingen tvivl om, at en recession har indvirkning på de parametre, der indgår i DCF-metoden.

DCF-metoden består af to væsentlige faser henholdsvis estimering af fremtidige nettopengestrømme ved forsat brug, og fastsættelse af en passende diskonteringsfaktor til disse nettopengestrømme.

Ved estimering af de fremtidige nettopengestrømme skal der tages udgangspunkt i CGU'ens nuværende stand, hvorfor der ikke er tvivl om, at den generelle afmatning i økonomien i de fleste tilfælde skal afspejles i de budgetter og prognoser, der fastlægges. Herudover er det beskrevet, at IAS 36 foreskriver at værdiforringelsestesten skal afspejle en række mulige udfald ikke blot den mest sandsynlige. Derfor er det usandsynligt, at selskaberne kan undlade, at medtage en hvis form af effekt fra recessionen. Derved bør en værdiforringelsestest, ved brug af kapitalværdien i en recession alt andet lige medføre en forøget risiko for nedskrivning.

Nærværende afhandling har fokus på værdiforringelse af goodwill. Den anvendte DCF beregning skal derfor indeholde en budgetperiode og en terminalværdi. En terminalværdi benyttes, idet budgettering ud over normalt 5 år må betegnes som meget usikre. En terminalværdi skal fastsættes i en stabil fase med stabil vækst og normaliseret indtjeningsevne. Således må man kunne forvente, at en værdiforringelsestest i visse situationer vil benytte en længere budgetperiode end de 5 år standarden foreskriver.

Efterfølgende er diskonteringsfaktoren gennemgået. Diskonteringsfaktoren er sammensat af en række faktorer, der i den nuværende situation er præget af negativ udvikling. Denne udvikling er medvirkende til, at den øjeblikkelige diskonteringsfaktor som hovedregel må forventes at være stigende. Generelt kan det siges, at diskonteringsfaktoren skal afspejle et fremtidigt niveau. Således er det vigtigt at overveje, om den aktuelle markedssituation er retvisende også på sigt. Dette forhold er eksempelvis illustreret i forbindelse med afkastkravet på gælden. I dette afkast indgår et selskabsspecifikt risikotillæg, der ofte bliver fastsat ved at bruge spændet mellem en stats- og en virksomhedsobligation. Da krisen tog sit indtog i 2. halvår af 2008 så man en markant stigning i dette risikotillæg. Fra historisk at have ligget på omkring 1 % steg dette tillæg for visse selskaber med op til 6 %. Dette bevirker, at afkastkravet på gæld herigennem steg markant i denne periode. Efterfølgende har det vist sig, at dette risikotillæg har en faldende tendens, hvorfor der ikke synes at være tendens til

en strukturel ændring i risikotillægget på gæld. Eksemplet illustrerer, at man i fastlæggelsen af sin diskonteringsfaktor skal være påpasselig med at give aktuelle forhold for meget indflydelse, da diskonteringsfaktoren skal afspejle et fremtidigt niveau.

Det fremgår derved, at det er meget svært, at skulle kvantificere den øgede risiko i forbindelse med en aktuel recession i en diskonteringsfaktor. Det er således en generel opfattelse, at selskaberne som udgangspunkt bør risikojustere en recession i nettopenge-strømmene. Dette er begrundet med, at en recession som udgangspunkt må have indflydelse på indtjeningsevne og vækst i en kortere periode.

Der er dog ingen tvivl om, at brugen af DCF-metoden i en recession er påvirket af større usikkerhed end tidligere, hvorfor en kapitalværdiberegning bør ledsages af følsomheds-analyser. Følsomhedsanalyser er yderst relevante for regnskabsbrugere, da en sådan vil forøge sammenligneligheden og pålideligheden af de afgivne oplysninger. Således mener jeg, at oplysninger om hvor meget de enkelte nøgleforudsætninger skal ændre sig førend der er tale om et nedskrivningsbehov ville være relevant - særligt i disse tider. Disse oplysninger vil være med til at styrke værdien af regnskaberne og således styrke den overordnede målsætning med regnskaber aflagt efter IFRS.

Afslutningsvis giver kapitlet en indføring i to generelle problemstillinger, der er knyttet til anvendelsen af IAS 36. Henholdsvis er problemstillingen vedrørende korrekt allokering af goodwill til CGU'er omtalt og problemstillingen vedrørende tilbageførsel af en tidligere foretagen nedskrivning på goodwill. Det blev belyst, at det er særdeles vigtigt at allokere goodwill til den korrekte CGU, da der ellers er risiko for, at pengestrømme, der ikke umiddelbart har noget med den testede goodwill at gøre, får indvirkning herpå. Herudover blev det belyst, at det umiddelbart kan undre, at man ikke må tilbageføre en nedskrivning på goodwill, såfremt forudsætningerne for den tidligere foretagne nedskrivning ikke længere er gældende. Forbuddet mod tilbageførelse af tidligere foretagende nedskrivninger på goodwill forklares med, at der på denne måde ikke gives mulighed for at indregne internt oparbejdet goodwill. Herved er der konsistens mellem IAS 36 og de retningslinjer, der udstikkes i IAS 38.

4. Nedskrivninger og værdiforringelsestest på goodwill i en recession

Indeværende kapitel indeholder afhandlingens empiriske undersøgelse. Undersøgelsen ønsker at belyse, hvorvidt der er foretaget flere nedskrivninger på goodwill i en recession. Derudover ønskes det belyst, om der er ændret på de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest af CGU'er og herigennem goodwill. Analysen vil således bygge videre på det foregående teoretiske afsnit, samt de identificerede problemstillinger selskaberne særligt står overfor i en recession.

Indledningsvis vil jeg redegøre for mine egne forventninger til analysen. Dette afsnit vil senere danne grundlag for et diskussionsafsnit, hvori jeg søger at redegøre for, hvad årsagen kan være til en eventuel divergens mellem mine forventninger og de faktiske resultater. Efter at have redegjort for mine egne forventninger til analysen vil jeg foretage en empirisk analyse af de selskaber, der er noteret på OMX C20. Analysen vil tage udgangspunkt i henholdsvis årsrapporterne fra 2007 og 2008 samt den senest offentliggjorte delårsrapport[66].

4.1 Forventninger til den empiriske analyse

Uden forudindtagede meninger og holdninger var min umiddelbare intuition, at såfremt man er inde i en recession, vil dette medføre flere nedskrivninger på goodwill end vanligt. Dette er blandt andet som følge af, at flere selskaber har foretaget nedjusteringer og det stigende antal konkurser. Den negative er udvikling i aktiekurser, hvilket er illustreret i figur 5 er ligeledes en indikation på, at der er sket væsentlige værditab.

Alene disse forhold må forøge risikoen for, at der skal foretages nedskrivninger.

De væsentlige værditab, der er ses af figur 5 må i høj grad sætte nyligt tilkøbt goodwill under pres. Dette kan begrundes med, at denne goodwill er anskaffet i en periode med høje vækstrater, positive forventninger til fremtiden mm. Derfor bliver det interessant at følge eksempelvis Carlsberg, der i 2008 har registreret en tilgang på deres goodwill vedrørende Scottish & Newcastle på 33.780 mio. kr. Købet blev formelt godkendt d. 28. april 2008[67] altså før den finansielle krise for alvor brød ud i andet halvår 2008.

Gennem afhandlingen er det gjort klart, at DCF-metoden består af to væsentlige faser:

1. Estimering af fremtidige nettopengestrømme ved forsat brug

[66] Her skal det understreges at der er foretaget en metodisk afgrænsning ved at stoppe indsamlingen af års og delårsrapporter d. 16.09.2009 , jf. afsnit 1.4.5

[67] Carlsbergs årsrapport 2008, s. 4

2. Fastlæggelse af passende diskonteringsfaktor til de estimerede pengestrømme

En række selskaber må i en recession antageligt være presset på både indtjeningsevne og vækst. Både indtjeningsevne og vækst har indflydelse på fastlæggelsen af de nettopengestrømme, der benyttes i en værdiforringelsestest. Det må formodes, at nettopengestrømmene som udgangspunkt mindskes i en recession. En mindskning af nettopengestrømme vil medføre en mindre kapitalværdi, der herved forøger risikoen for, at der skal foretages nedskrivninger.

I diskonteringsfaktoren, der anvendes i DCF-metoden indgår en række parametre, der påvirkes negativt i en recession. Det mest markante eksempel på dette er, at den finansielle krise medførte meget kraftige stigninger i det selskabsspecifikke risikotillæg på gæld, hvilket er illustreret i figur 7. Vælger virksomheden metodisk at afspejle den forøgede risiko i forbindelse med recessionen i diskonteringsfaktoren bør denne være stigende. En stigende diskonteringsfaktor vil ligeledes føre til en lavere kapitalværdi, der igen forøger risikoen for, at der skal foretages nedskrivninger. Isoleret set må en recession derfor alt andet lige må medføre en forøget risiko for nedskrivning.

Det er dog væsentligt at huske på, at særligt goodwill blandt andet er et udtryk for synergieffekter, der forventes at tilflyde virksomheden på lang sigt. Det må alt andet lige formodes, at være et af hovedformålene med en virksomhedssammenslutning, der ikke har til sinde at være fjendtlig[68]. En recession er per definition relativ kortvarig og bør derfor ikke have væsentlig indflydelse på lang sigt.

Det må antages, at når vi tænker langsigtet vil de enkelte selskaber forvente at være tilbage i en normaliseret indtjeningsperiode, da der ellers kan være tale om selskaber, der i yderste konsekvens er på vej mod ophør. En nedskrivning bør være et udtryk for den pågældende CGU's indtjeningsevne på lang sigt, en recession vil derfor kun have indvirkning på goodwill, der i forvejen er under pres.

Generelt er der i afsnit 3.3 argumenteret for, at den finansielle uro, eller recessionen om man vil, bør være indarbejdet i de estimerede nettopengestrømme og ikke i den anvendte diskonteringsfaktor. Forventningerne til den empiriske analyse vil herved være, at den væsentligste udvikling vil være at se på de estimerede nettopengestrømme. Derfor forventer jeg at se faldende vækstrater i budgetperioden. Derimod forventes de anvendte diskonteringsfaktorer at være forholdsvis uændrede.

[68] Med fjendtlig menes i denne henseende at man ønsker at eliminere en konkurrent.

4.2 Analyse af omfanget af nedskrivninger og værdiforringelsestest af goodwill i en recession

Indledningsvist er der som nævnt i afsnit 1.4.5 lavet en metodisk afgrænsning til den analyse, der vil blive foretaget. De selskaber, der er analyseret, er selskaber noteret på OMX C20.

Af de 20 mest omsatte værdipapirer, der er noteret på OMX C20 har et enkelt selskab, A.P. Møller både A og B aktier noteret, hvorfor populationen herved er reduceret til 19 selskaber, der er i målgruppen for analysen.

Indeværende afhandling fokuserer på værdiforringelse af goodwill, hvorfor de 19 selskabers koncernregnskaber er gennemgået for om de har registreret goodwill i balancen. Af gennemgangen blev 3 selskaber elimineret[69], hvorefter populationen er reduceret til 16 selskaber, der er forpligtet til at afgive oplysninger om værdiforringelsestest af goodwill i henhold til IAS 36.

Analysen vil overordnet blive foretaget på baggrund af de oplysninger, der gives i noterne til de enkelte koncernregnskaber. Indledningsvist starter analysen med en overordnet beskrivelse af populationen, hvorefter jeg særligt vil fokusere på følgende områder.

Afsnit	Område
4.2.2	Valg af metode til opgørelse af genindvindingsværdi
4.2.3	Selskabernes forventninger til fremtiden[70]
4.2.4	Nedskrivninger, herunder begrundelse for nedskrivningerne
4.2.5	Opgørelse af CGU'er
4.2.6	Budgetperioden
4.2.7	Vækst i budgetperioden
4.2.8	Diskonteringsfaktor
4.2.9	Vækst i terminalværdien
4.2.10	Følsomhedsanalyser

Tabel 3 Analysens elementer

[69] Undersøgelsen er foretaget ved at gennemgå den senest aflagte koncernårsrapport med tilhørende noter. Undersøgelsen viste at D/S Norden ikke har registreret goodwill i balancen i de analyserede regnskaber. Herudover er der to selskaber, hhv. Sydbank og TrygVesta, hvor immaterielle aktiver ikke bliver specificeret yderligere end hovedoverskriften. Det er således ikke muligt at afgøre, om der er tale om goodwill eller andre immaterielle aktiver. På denne baggrund er disse selskaber udeladt af populationen.

[70] Det skal nævnes, at selskabets forventninger til fremtiden vil indgå i det vi efter ÅRL kender som ledelsesberetningen. En ledelsesberetning er ikke en del af regnskabet ifølge IFRS. Det er dog ikke, jf. mine egne erfaringer, ualmindeligt at selskaberne oplyser om deres forventninger til fremtiden.

Valget af ovenstående områder vurderes at kunne hjælpe med at besvare problemformuleringens underspørgsmål 3, 4 og til dels hovedspørgsmålet.

Analysen vil tage udgangspunkt i selskabernes koncernårsrapport for henholdsvis 2007, 2008 og den senest offentliggjorte kvartals eller halvårsrapport. Hermed vil analysen kunne redegøre for, om en recession har haft en indvirkning på omfanget af nedskrivninger og de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest.

Inden analysen kan påbegyndes skal det bemærkes, at delårsrapporter aflægges efter IAS 34. IAS 34 stiller ikke de samme krav til oplysninger i regnskabet som en årsrapport. IAS 34.15 foreskriver alene, at der skal foretages noteoplysninger, såfremt der er foretaget væsentlige ændringer i forhold til den senest aflagte årsrapport.

I min analyse vil jeg forudsætte, at en eventuel nedskrivning vil være klassificeret som en væsentlig ændring i forhold til årsrapporten. Det er på denne baggrund min forventning, at der er foretaget noteoplysninger i delårsrapporten, såfremt der er foretaget en nedskrivning på goodwill. Derfor antager jeg, at der *ikke* er foretaget nedskrivning af goodwill i delårsrapporten medmindre der er oplyst herom.

4.2.1 Overordnet beskrivelse af populationen

Den overordnede beskrivelse af populationen vil blive foretaget med udgangspunkt i den senest offentliggjorte koncernårsrapport for de 16 selskaber, der er i målgruppe for analysen. Nedenfor er oplistet de observationer, der er gjort til den overordnede beskrivelse af populationen:

Industrigruppe	Selskab	Goodwill 2008 i mio. kr.	Egenkapital 2008 i mio kr.	Goodwill i % af egenkapitalen
Konsumentvarer	Carlsberg	48.663	60.751	80%
Sundhedspleje	Coloplast	641	2.291	28%
Finans	Danske Bank	19.573	98.247	20%
Konsumentvarer	Danisco	7.538	12.140	62%
Industri	DSV	7.170	3.857	186%
Industri	FLSmidth & Co.	3.263	5.035	65%
Sundhedspleje	Genmab	314	2.189	14%
Sundhedspleje	Lundbeck	882	7.592	12%
Industri	A.P. Møller - Mærsk	2.334	158.394	1%
Finans	Nordea Bank	16.073	133.523	12%
Industri	NKT Holding	1.043	3.465	30%
Sundhedspleje	Novo Nordisk	71	32.979	0,22%
Materials	Novozymes	415	4.476	9%
Finans	Topdanmark	441	2.895	15%
Industri	Vestas Wind Systems	2.400	14.663	16%
Sundhedspleje	William Demant Holding	400	541	74%

Tabel 4: Oversigt over goodwill vs. egenkapital[71]

[71] Egen tilvirkning med input fra selskabernes senest offentliggjorte koncernårsrapport.

I tabellen er angivet en industrigruppe for hvert selskab, denne er angivet af Nasdaq OMX Nordic. Industrigruppen vil kunne benyttes til at angive, hvorvidt der er en tendens i forhold til de enkelte industrigrupper. Der ses dog umiddelbart ikke nogen tendens til en sammenhæng mellem det indregnede goodwill beløb og industrigruppe.

Af tabellen ses det, at de indregnede goodwillbeløb spænder fra 71 mio. kr. hos Novo Nordisk til 48.663 mio. kr. hos Carlsberg.

En interessant observation i ovenstående tabel er, at DSV's goodwill udgør 186 % af egenkapitalen. For regnskabsbrugere er værdiforringelsestest i tilfælde, hvor goodwill overstiger egenkapitalen særlig interessant. Dette er klart, da en fuld nedskrivning af goodwill kan medføre, at egenkapitalen går tabt.

Ved den overordnede gennemgang af populationen blev det yderligere konstateret, at Coloplast har regnskabsår med afslutning 30. september. Således er det senest aflagte koncernregnskab aflagt før recessionen for alvor indtraf. Regnskabet for Coloplast vil derfor kun i begrænset omfang have medtaget effekten af recessionen. Dette skal ligeledes ses i lyset af, at delårsrapporter skal aflægges efter IAS 34, der kun afgiver begrænset information.

Herudover er det konstateret, at Novo Nordisk ikke oplyser om værdiforringelsestest, hvilket på ingen måde lever op til oplysningskravene i IAS 36. I afsnit 2.2.4 blev oplysningskravene beskrevet og heraf fremgår det, jf. IAS 36.134, at selskabet skal afgive en række oplysninger såfremt den testede CGU indeholder goodwill. Det kan derfor konkluderes, at Novo Nordisk ikke lever op til standarden. Det er dog væsentligt at bemærke, at den registrerede goodwill for Novo Nordisk er relativ uvæsentlig for regnskabet. Den indregnede goodwill udgør kun 0,22 % af egenkapitalen, hvorfor dette nok er vurderet som uvæsentligt for regnskabet som hele. Derved vil Coloplast og Novo Nordisk være relativt uinteressante for store dele af analysen, men jeg har valgt at bibeholde dem i analysen, da forventninger til fremtiden mv. kan bidrage til at se, om der en tendens i populationen.

4.2.2 Valg af metode til opgørelse af genindvindingsværdi

Tidligere studier har vist, at den klart overvejende måde at opgøre genindvindingsværdien på er ved anvendelse af kapitalværdien og særligt DCF-metoden[72]. Der er på denne baggrund foretaget et valg i denne afhandlingen ved kun at fokusere på netop DCF-metoden. Indeværende afsnit har til formål at understøtte dette valg ved at undersøge hvilke metoder, der i de analyserede årsrapporter er benyttet til opgørelse af genindvindingsværdien.

[72] (Hansen, Petersen og Plenborg Del 2 2007, 1)

Nedenstående tabel viser resultatet af gennemgangen af de analyserede koncernårsrapporter:

Metode til opgørelse af genindvindingsværdi		
Metode	**2007**	**2008**
Nettosalgspris	0 (1)	0 (1)
Kapitalværdi	15 (16)	16 (15)
Total	*15*	*16*
Metode til opgørelse af kapitalværdi		
Metode	**2007**	**2008**
DCF metoden	14	15
Andre metoder	1	1
Total	*15*	*16*

Tabel 5: Metode til opgørelse af genindvindingsværdi[73]

Tabellen viser, at der stadig er en tendens til at det er kapitalværdien, der er den mest benyttede til opgørelse af genindvindingsværdien. Herudover ses det, at DCF-metoden, er den foretrukne metode til opgørelse af kapitalværdien blandt de analyserede selskaber.

Tallene i parentes kan henføres til Danisco, der skriver, at de benytter den højeste værdi af nettosalgsprisen og kapitalværdien, hvilket indikerer, at de benytter begge metoder. Til beregning af kapitalværdien benytter Danisco sig af DCF-metoden[74].
Det fremgår, at populationen er 1 større i 2008, hvilket kan henføres til, at Genmab i 2007 ikke havde registreret goodwill eller immaterielle aktiver med udefinerbar levetid på balancen.

Der er et selskab - Danske Bank - der benytter en forenklet egenkapitalmodel til beregningen af nutidsværdien af fremtidige pengestrømme. Dette bliver begrundet med, at finansielle selskaber har en særlig gældstruktur. Det skal i øvrigt nævnes, at denne metode også er benyttet i selskabets seneste delårsrapport[75].

Analysen understøtter således det metodiske valg af teori, forstået på den måde, at det er kapitalværdi og særligt DCF-metoden, der har været i fokus.

Yderligere kan det konstateres, at recessionen ikke har ændret på valg at metode.

[73] Egen tilvirkning med input for selskabernes koncernårsrapporter

[74] Se bl.a. Daniscos årsrapport fra 2007/08 s. 75

[75] Danske Banks Delårsrapport – 1. halvår 2009 s. 36

4.2.3 Selskabernes forventninger til fremtiden

Indeværende afsnit har til hensigt at klarlægge, hvilke forventninger selskaberne på OMX C20 har og havde til fremtiden. Dette indikerer, hvorledes ledelsen har budgetteret de fremtidige forventede nettopengestrømme, som er et væsentligt input i DCF-metoden. Negative forventninger kan ligeledes have en indflydelse på længden af budgetperioden.

I nedenstående tabel er angivet de forventninger de respektive selskaber har og har haft:

Industrigruppe	Selskab	2007	2008	Seneste delårsrapport
Konsumentvarer	Carlsberg	A	B	C
Sundhedspleje	Coloplast	A	B	D
Finans	Danske Bank	B	E	D
Konsumentvarer	Danisco	A	B	A
Industri	DSV	A	E	D
Industri	FLSmidth & Co.	A	B	C
Sundhedspleje	Genmab	F	A	E
Sundhedspleje	Lundbeck	A	B	C
Industri	A.P. Møller - Mærsk	B	E	C
Finans	Nordea Bank	B	B	C
Industri	NKT Holding	A	E	C
Sundhedspleje	Novo Nordisk	A	A/B	A
Materials	Novozymes	A	B	C
Finans	Topdanmark	A	B	C
Industri	Vestas Wind Systems	A	B	C
Sundhedspleje	William Demant Holding	A	B	C

A: Positive
B: Overvejende positive på trods af recessionen og/eller den generelle afmatning i markedet
C: Forventninger er i al væsentlighed uændret i forhold til forventningerne udmeldt i det senest aflagte koncernregnskab
D: Nedjusteret i forhold til forventingerne i senest aflagte koncernregnskab
E: Negative forventninger
F: Øget omsætning, men grundet store udviklingsomkostninger faldende resultat

Tabel 6: Selskabernes forventninger til fremtiden[76]

Indledningsvist skal det bemærkes, at der i gradueringen af udmeldinger er tale om min egen tolkning af regnskaberne. Herudover skal det nævnes, at en række af de analyserede selskaber forventer faldende omsætning i 2009[77]. Dette er ikke ensbetydende med, at selskaberne mener, at dette er utilfredstillende, men at det skyldes den generelle afmatning i markedet. Herved kan et B i ovenstående tabel godt betyde, at selskabet forventer faldende omsætning.

Generelt for populationen forventer alle selskaber positiv indtjening for 2009 på nær Genmab, der forventer underskud som følge af store udviklingsomkostninger.

Der ses dog en klar tendens i analysen til at udmeldingerne generelt for finansåret 2009 er betydelig mere usikre end forventningerne til 2008, udmeldt i 2007. Selskaberne er generelt

[76] Egen tilvirkning med input for selskabernes koncernårsrapporter samt seneste delårsrapport.

[77] Se bl.a. årsrapporten for NKT 2008 s. 10, her forventes negativ organisk vækst i niveauet 10 % i forhold til 2008

blevet mere påpasselige i deres udmeldinger, hvilket bl.a. understreges af følgende udklip fra William Demant Holding's koncernårsrapport for 2008:

> Den aktuelle finanskrise og den usikkerhed, der hersker som følge af den globale økonomiske afmatning, gør det vanskeligt at etablere præcise forventninger til 2009.

Figur 9: Uddrag af William Demant Holding's ledelsesberetning 2008[78]

Uddraget understreger, at ledelsen i flere af de analyserede selskaber gik ind i 2009 med en større usikkerhed end før, hvorfor brugen af en kapitalværdiberegning bør ledsages af en følsomhedsanalyse. Dette konvergerer med omtalen af følsomhedsanalyser i kapitel 3. Usikkerhedsmomentet bør også være afspejlet i måden, hvorpå der er budgetteret. Som nævnt bør denne budgettering forholde sig til flere mulige udfald.

En anden tendens, der fremkommer ved gennemgang af populationen er, at selskaber betragter den indeværende krise som kortvarig. Således anerkender selskaberne, at markedet for tiden er svært og inde i en periode med mindre eller negativ vækst på den korte bane. Derimod er der ikke indikationer på, at de analyserede selskaber på den lange bane er nervøse for deres forretning, som følge af den nuværende økonomiske recession. Eksempelvis vælger Novozymes at udmelde følgende:

> Although it seems inevitable that the economic slowdown will continue, we remain confident in the long-term opportunities. For 2009 and beyond, we hope that, despite the financial crisis and economic slowdown, focus will remain on resolving global climate issues, and society and businesses will not give in to shortsightedness. Novozymes will be affected by the slowdown but we expect growth also in 2009, although below our new long-term targets.

Figur 10: Uddrag af Novozymes ledelsesberetning 2008[79]

Uddraget understreger den tendens, der illustreret i tabel 6, hvor hele 10 selskaber i overvejende grad udmelder positive forventninger på trods af den økonomiske recession. Dette understreger, at recessionen som udgangspunkt bør indregnes i nettopenge-strømmene, da det er lettere at kvantificere en kortvarig risiko heri.

Den indledende analyse af selskabernes forventninger til fremtiden indikerer herved, at de generelt udmelder vækst, dog i mindre omfang end tidligere.

[78] William Demant Holding årsrapport 2008 s.19

[79] Novozymes årsrapport 2008 s.5

En interessant observation er, at observere, at DSV, hvis goodwill udgør 186 % af den samlede egenkapital, udtrykker negative forventninger ved indgangen til 2009 og yderligere nedjusterede forventningerne i den senest offentliggjorte delårsrapport. En nedskrivning af selskabets goodwill vil være af signifikant betydning for regnskabet som hele, hvorfor selskabet bliver interessant at følge fortløbende i analysen.

4.2.4 Nedskrivninger, herunder begrundelse for nedskrivningerne

Afhandlingens hovedspørgsmål er til dels om man ser flere nedskrivninger i en recession. Indeværende afsnit er således vitalt i besvarelsen heraf. Nedenfor er oplistet de resultater min undersøgelse har givet. Bemærk, at jeg har udeladt de selskaber, der hverken har foretaget nedskrivninger i såvel 2007, 2008 som i den senest offentliggjorte delårsrapport.

Industrigruppe	Selskab	Nedskrivning på goodwill 2007 i mio kr.	Nedskrivning på goodwill 2008 i mio kr.	Nedskrivning på goodwill seneste delårsrapport i mio kr.
Konsumentvarer	Carlsberg	6	-	A
Sundhedspleje	Coloplast	283	-	A
Finans	Danske Bank	-	3.084	1.417
Konsumentvarer	Danisco	600	460	A
Industri	DSV	-	19	A
Industri	A.P. Møller - Mærsk	3	29	A
Finans	Nordea Bank	-	8	A
Materials	Novozymes	22	11	A

A: Ingen nedskrivning noteoplyst, hvorfor der antages der ikke er foretaget nedskrivning

Tabel 7: Nedskrivning af goodwill[80]

Af ovenstående står det klart, at på trods af, at der er en generel afmatning i den internationale økonomi, er der i antal ikke foretaget væsentligt flere nedskrivninger på goodwill i 2008 end i 2007 på OMX C20. Af den samlede population på 16 selskaber med goodwill på balancen er der 5 selskaber, der har foretaget nedskrivning af goodwill i årsrapporten for 2007 mod 6 selskaber i 2008. Yderligere er det noteret, at kun 1 selskab Danske Bank, der har foretaget nedskrivning af goodwill i deres senest offentliggjorte delårsrapport. Det ser på denne baggrund ud til at der er en tendens til, at en recession ikke umiddelbart medfører flere nedskrivninger på goodwill.

For at undersøge dette yderligere, er der set på baggrunden for nedskrivningerne foretaget i 2008 og for Danske Banks vedkommende ligeledes i den seneste delårsrapport.

IAS 36 skelner i mellem en for årsrapporten væsentlig nedskrivning eller en uvæsentlig. Er der tale om en for årsrapporten væsentlig nedskrivning skal bestemmelserne i IAS 36.130 følges, og såfremt der er tale om en uvæsentlig nedskrivning IAS 36.131. I indeværende

[80] Egen tilvirkning med input for selskabernes koncernårsrapporter samt seneste delårsrapport.

delanalyse er det dog uvæsentligt, om der er tale om en for årsrapporten væsentlig eller uvæsentlig nedskrivning, da selskaberne i begge tilfælde skal oplyse, hvilken begivenhed der har ført til nedskrivningen. Dette er henholdsvis, jf. IAS 36.130(a) og IAS 36.131(b).

Danske Bank har nedskrevet goodwill for i alt 4.501 mio. kr. i de analyserede regnskaber, hvoraf de 3.084 mio. kr. kan henføres til koncernregnskabet for 2008. I noteoplysningerne for koncernårsrapporten er Danske Bank ganske detaljeret i deres beskrivelse af, hvad der har ført til nedskrivningen.

Nedskrivningen på goodwill i koncernårsrapporten for 2008 kan henføres til henholdsvis National Irish Bank i Irland andragende 2.940 mio. kr. og Fokus Krogsveen AS i Norge andragende 144 mio. kr.. Nedskrivningen i Irland bliver begrundet med den hårde opbremsning i den økonomiske vækst og i Norge forklares den med at ejendomsmarkedet i Norge har udviklet sig stærkt negativt[81]. Der er således ingen tvivl om, at nedskrivningerne på goodwill foretaget i koncernårsrapporten for 2008 er som følge af recessionen.

I delårsrapporten for første halvår 2009 har Danske Bank foretaget endnu en nedskrivning på goodwill. Denne kan henføres til selskabets bankaktiviteter i Baltikum og bliver, som nedskrivningerne for koncernårsrapporten 2008, forklaret med den globale recession[82]. Det kan således konkluderes, at den globale økonomiske recession var medvirkende til nedskrivningerne på goodwill i Danske Bank. En interessant observation er yderligere, at Danske Bank ikke kan afvise at der forekomme flere nedskrivninger på selskabets immaterielle aktiver såfremt recessionen bliver stærkere eller varer længere end forventet[83].

Observationen er interessant for hele analysen som helhed, idet tendensen synes at være, at selskaberne noteret på OMX C20 anerkender den globale recession, men samtidig forventer, at denne er relativ kortvarig. Dette er kraftigt medvirkende til at der ikke er foretaget flere nedskrivninger end dem, der fremgår af tabel 7.

Danisco har i koncernens årsrapport for 2008 foretaget en nedskrivning på deres Sweeteners forretning på 460 mio. kr. Nedskrivningen er et følge af den generelle nedgang i markedsaktivitet på Sweeteners området. Ledelsen tror, at dette skyldes, at selskabets kunder ønsker at nedbringe deres lagre samt træg efterspørgsel hos slutbrugerne[84]. Den faldende efterspørgsel hos slutbrugeren er en indikation på recession, jf. figur 6, hvori det

[81] Danske Banks årsrapport 2008 s. 109

[82] Danske Banks Delårsrapport 1. Halvår 2009 s. 36

[83] Danske Banks Delårsrapport 1. Halvår 2009 s. 36

[84] Daniscos fondsbørsmeddelelse nr. 04/2009 s. 1

private forbrug indgår. Således er nedskrivningen i Danisco også forklaret med den globale recession.

A.P. Møller har i koncernårsrapporten for 2008 registreret en nedskrivning på goodwill andragende 29 mio. kr. Det oplyses i noterne, at nedskrivningerne primært kan henføres til selskabets aktiviteter i den britiske del af Nordsøen samt containerterminalrettigheder[85]. Det er ikke ud fra de givne oplysninger muligt, at komme nærmere ind på, hvad årsagen til nedskrivningen i containerforretningen er. Derimod angiver A.P. Møller, at nedskrivningen i den britiske del af Nordsøen kan henføres til faldende oliepriser[86]. Oliemarkedet er generelt et kompliceret marked, hvor politiske faktorer mm. har indflydelse på priserne, hvorfor det er vanskelligt at konkludere, om et fald i oliepriser skyldes den globale recession. Generelt plejer et fald i priser at være en indikation på manglende efterspørgsel og eller øget konkurrence. Det er på denne baggrund svært at konkludere, om den af A.P. Møller foretagende nedskrivning kan henføres til recessionen.

Novozymes angiver i deres årsrapport for 2008 ikke hvilken begivenhed, der har ført til at selskabet i regnskabsåret har nedskrevet 11 mio. kr. Novozymes angiver, at nedskrivningen er foretaget på baggrund af en konkret vurdering. Det er derfor ikke muligt at vurdere, om nedskrivningen er som følge af recessionen.

Endvidere angiver selskabet at den foretagende værdiforringelsestest ikke gav anledning til et nedskrivningsbehov. Dette må alt andet lige betyde, at genindvindingsværdien overstiger den hidtidige bogførte værdi, jf. figur 3. Det kan på denne baggrund diskuteres, om Novozymes har anlagt et forsigtighedsprincip i værdiansættelsen af den indregnede goodwill. Det er efter min vurdering ikke et sådant princip IAS 36 lægger op til. Dette fremgår ligeledes af IAS 36.90, der foreskriver, at der *ikke* foreligger et nedskrivningsbehov såfremt genindvindingsværdien overstiger den nuværende bogførte værdi. Der kan derfor herskes tvivl om, hvorvidt Novozymes i dette tilfælde efterleve de krav IAS 36 foreskriver.

DSV og Nordea angiver ikke hvilken begivenhed, der har medført nedskrivningen i de respektive årsrapporter. Herved er det ikke muligt at identificere, om det er recessionen, der har medført nedskrivningen. I øvrigt er det min overbevisning, at de to selskaber ikke efterlever bestemmelsen omtalt i IAS 36.131 (b)[87].

---

[85] A.P. Møllers årsrapport 2008 s. 72

[86] A.P. Møllers årsrapport 2008 s. 33

[87] IAS 36.131 (b) er knyttet til uvæsentlige nedskrivninger. DSV's nedskrivninger andrager 0,26 % (= (19/7.170)*100) af den samlede goodwill og 0,05 % (=(8/16.073)*100) for Nordeas vedkommende. Både nedskrivningen i DSV og Nordea må herved betragtes som uvæsentlige.

Bemærkelsesværdigt er det, at Carlsberg, der har erhvervet goodwill i foråret 2008 for et anseeligt beløb, kan undlade at nedskrive. Det er nærliggende at forestille sig, at denne goodwill er erhvervet til en meget høj pris. At der ikke er foretaget nedskrivning kan forklares ud fra de forudsætninger, der er lagt til grund for værdiforringelsestesten.

4.2.5 Opgørelse af CGU'er

Som det er beskrevet i afsnit 3.5.1 er det altafgørende, at goodwill er allokeret til den mindst identificerbare CGU, der forventes at drage fordel af synergieffekter mm. Således er det fundet interessant, hvorledes selskaberne allokerer den indregnede goodwill. Samt om der er sket ændring i allokeringen siden 2007. Der er tidligere redegjort for, at der er en sammenhæng mellem størrelsen af CGU'er og nedskrivningsbehovet. Det er således særligt interessant om der er selskaber, der har nedbragt antallet af CGU'er. Analysen er foretaget på baggrund af de oplysningskrav, der fremgår af henholdsvis IAS 36.134 og IAS 36.135, der foreskriver, at virksomheden skal oplyse, hvilke CGU'er goodwill er allokeret til. Herudover skal der, jf. IAS 36.130 (d)(i) fremgå en beskrivelse af de enkelte CGU'er.

Danske Bank er det eneste selskab, der i deres seneste delårsrapport har noteoplyst om værdiforringelsestest, hvilket vil blive kommenteret særskilt.

I nedenstående tabel er oplistet de observationer, der er gjort i analysen:

Industrigruppe	Selskab	Antal CGU'er 2007	CGU opdeling 2007	Antal CGU'er 2008	CGU opdeling 2008
Konsumentvarer	Carlsberg	5	Geografisk	4	Geografisk
Sundhedspleje	Coloplast	2	Segment	3	Segment
Finans	Danske Bank	8	Geografisk/segment	8	Geografisk/segment
Konsumentvarer	Danisco	2	Segment	5	Segment
Industri	DSV	3	Segment	3	Segment
Industri	FLSmidth & Co.	3	Segment	3	Segment
Sundhedspleje	Genmab	I/A	I/A	1	Fabrik
Sundhedspleje	Lundbeck	2	Geografisk	2	Geografisk
Industri	A.P. Møller - Mærsk	2	Segment	2	Segment
Finans	Nordea Bank	7	Geografisk/segment	7	Geografisk/segment
Industri	NKT Holding	1	Segment	3	Segment
Sundhedspleje	Novo Nordisk	A	A	A	A
Materials	Novozymes	2	Segment	2	Segment
Finans	Topdanmark	1	Segment	1	Segment
Industri	Vestas Wind Systems	3	Geografisk	3	Geografisk
Sundhedspleje	William Demant Holding	1	Samlet virksomhed	1	Samlet virksomhed

A: Fremgår ikke af årsrapporten

Tabel 8: Opdeling i CGU'er[88]

[88] Egen tilvirkning med input for selskabernes koncernårsrapporter

Sammenholder man ovenstående tabel med undersøgelsen omtalt i afsnit 3.5.1, der er foretaget i 2006, synes der at være en tendens til, at CGU opdelingen er blevet mere præcis. Der er kun én virksomhed, William Demant, der ikke har allokeret goodwill til et lavere niveau end koncernniveau. I undersøgelsen foretaget i 2006 var der hele 20 ud af 62 adspurgte selskaber der ikke allokerede goodwill til lavere end koncernniveau.

Af ovenstående tabel ses det, at 5 selskaber har ændret antallet af CGU'er. Heraf er der 4 selskaber henholdsvis Coloplast, Danisco, Genmab og NKT der har øget antallet, hvorimod Carlsberg har mindsket antallet. Forøgelsen i henholdsvis Coloplast og Genmab kan henføres til en tilgang på goodwill i løbet af året. Derimod er der ingen umiddelbar forklaring på forøgelsen af CGU'er i, hverken Danisco eller NKT. NKT angiver i deres noteoplysning fra 2007, at selskabets goodwill i al væsentlighed kan henføres til Nilfisk Advance[89] og i årsrapporten oplyses en udførlig allokering[90].

Danisco opdelte i 2007/08 selskabet i to CGU'er, hvortil der var tilknyttet goodwill henholdsvis Ingredienser og Sukker[91].

I den seneste årsrapport fra 2008/09 er Ingredienssegmentet yderligere delt op i 5 segmenter[92]. Årsrapporten fra 2007/08 viser, at de 5 segmenter Danisco i 2008/09 benytter som CGU'er allerede var kendte på daværende tidspunkt[93]. Det nævnes dog i årsrapporten, at Danisco i marts 2008 har implementeret en ny rapporteringsstruktur[94]. Således antages det, at grunden til udvidelsen i antallet af CGU'er kan henføres til den nye rapporteringsstruktur.

I både Danisco og NKT's tilfælde er der tale om en forbedring af noteoplysningerne og det er min vurdering, at de på dette punkt forøger regnskabsbrugers værdi. Særligt i forhold til Danisco er det min vurdering, at værdiforringelsestesten fremadrettet bliver mere præcis som følge af den nye rapporteringsstruktur.

I analysen blev det bemærket, at Carlsberg har nedbragt antallet af CGU'er. Carlsberg har tilsyneladende samlet to CGU'er i én, årsagen hertil er ikke umiddelbart tilgængelig.

[89] NKT's årsrapport 2007, s. 60

[90] NKT's årsrapport 2008, s. 64

[91] Danisco årsrapport 2007/08, s.75

[92] Daniscos årsrapport 2008/09, s. 93

[93] Danisco årsrapport 2007/08, s. 6

[94] Danisco årsrapport 2007/08, s. 6

Det er blot endnu engang vigtigt at understrege at goodwill, jf. IAS 36.80 (a) skal allokeres til den mindst identificerbare CGU, som overvåges af ledelsen[95].

Analysen viser i øvrigt, at William Demant Holding definerer den samlede virksomhed som eneste CGU, hvortil goodwill kan henføres med nedenstående begrundelse:

Koncernens virksomheder arbejder tæt sammen omkring forskning og udvikling, indkøb, produktion samt markedsføring og salg, hvor ressourceindsatsen på de enkelte markeder koordineres og overvåges af ledelsen i Danmark. Der er således en høj grad af integration virksomhederne imellem, hvorfor ledelsen anser den samlede virksomhed for at være en pengestrømsfrembringende enhed.

Dog vil forretningsaktiviteter, der i højere grad agerer mere autonomt i forhold til koncernen, og hvor lønsomheden kan måles uafhængigt af de øvrige aktiver, udgøre en separat pengestrømsfrembringende enhed. I forhold til nærværende integration i koncernen samt den indregnede goodwill var der pr. 31. december 2008 og 31. december 2007 ikke identificeret separate pengestrømsfrembringende enheder, hvortil goodwill kan allokeres. Årets nedskrivningstest er således foretaget med baggrund i koncernen som helhed.

Figur 11: Uddrag af Note 8 i William Demant Holdings årsrapport 2008[96]

Min vurdering er, at der er tale om en meget tvetydig udmelding. På den ene side anerkender William Demant at der er forretningsaktiver, der i højere grad agerer autonomt. På den anden side er det ikke muligt, at identificere selvstændige CGU'er hvortil goodwill kan allokeres. Det er min opfattelse, at William Demant bør allokere den indregnede goodwill til mindre CGU'er end selskabet som hele. Dette følger direkte af IAS 36.80 (b), der tilskriver, at CGU ikke må overstige driftssegmenter, der er opgjort efter IFRS 8[97]. I årsrapporten for 2008 oplyser William Demant 5 driftssegmenter[98]. Er det ikke muligt for selskabet at opgøre mindre CGU'er, bør selskabet etablere rapporteringssystemer, der understøtter dette[99].

Afslutningsvist skal det bemærkes, at Danske Bank i deres seneste delårsrapport kun benytter sig af 7 CGU'er mod 8 i selskabets årsrapport for 2008. Faldet kan henføres til, at man i årsrapporten for 2008 nedskrev goodwillen vedrørende Irland 100 %[100].

---

[95] Lad det være usagt om Carlsberg ligeledes har ændret i deres rapporteringsstruktur, indeværende afhandling har ikke givet anledning til indikationer herpå.

[96] William Demant Holdings årsrapport 2008, s. 51

[97] Det skal her bemærkes at IFRS 8 er gældende for regnskaber aflagt på eller efter 01.01.2009. Læser man i William Demant Holdings anvendte regnskabspraksis skriver de at IFRS 8 ikke er implementeret i årsrapporten for 2008, jf. William Demant Holdings årsrapport 2008, s. 32. Omvendt skriver William Demant i deres halvårsrapport 2009 at implementeringen af IFRS 8 ikke har medført ændringer i anvendt regnskabspraksis, jf. William Demant Holdings Halvårsrapport 2009, s. 4.

[98] William Demant Holdings årsrapport 2008, s. 46

[99] Dette følger af (Barden, et al. 2008, 388).

[100] Se henholdsvis Årsrapporten 2008, s. 109 og Delårsrapport – 1. Halvårs 2009, s. 36

Gennemgangen af CGU opdelingen fra 2007 til 2008 udviser generelt ikke nogen markant ændring i CGU opdelingen. Der er således ingen indikationer på, at de analyserede selskaber har ændret i måden, hvorpå der er foretaget CGU opdeling blot fordi vi er i en recession. Det ser derfor ikke ud til at selskaberne har slået CGU'er sammen for at undgå nedskrivninger.

Herudover er der kun et af de analyserede selskaber, der tester goodwill for koncernen som hele. Dette afkræfter i al væsentlighed tesen i afsnit 3.5.1 om at goodwill kun testes for værdiforringelse på koncernniveau.

4.2.6 Budgetperioden

Som tidligere nævnt lægger IAS 36 op til en budgetperiode på maksimalt 5 år, idet budgetter og prognoser ud over 5 år vurderes usikre. Omvendt skal budgetperioden vare indtil virksomheden er inde i en fase med stabile vækstrater. Således er der argumenteret for, at man i en recession kan forvente en længere budgetperiode end tidligere.

På baggrund af de analyserede selskabers informationsafgivelse viser nedenstående tabel en oversigt over de antal budgetår selskaberne har anvendt i deres kapitalværdiberegning.

		Budgetperiode i år	
Industrigruppe	**Selskab**	**2007**	**2008**
Konsumentvarer	Carlsberg	3	3
Finans	Danske Bank	5	5
Finans	Nordea Bank	2	2
Finans	Topdanmark	3	3
Industri	DSV	5	5
Industri	FLSmidth & Co.	3	3-5
Industri	A.P. Møller - Mærsk	5	5
Industri	NKT Holding	5	5
Industri	Vestas Wind Systems	5	5
Konsumentvarer	Danisco	5	5
Materials	Novozymes	10	19
Sundhedspleje	Coloplast	4	A
Sundhedspleje	Genmab	I/A	5
Sundhedspleje	Lundbeck	5	5
Sundhedspleje	William Demant Holding	2	2

A: Angiver ikke budgetperiodens længde

Tabel 9: Budgetperiode[101]

Overordnet synes der på baggrund af ovenstående tabel at være en tendens til, at selskaberne holder budgetperioden indenfor de 5 år standarden anbefaler, jf. IAS 36.33 (b). Regner man den gennemsnitlige budgetperiode ud får man henholdsvis 4,4 år i 2007 og 5,2 år i 2008. Begge år afviger Novozymes markant.

[101] Egen tilvirkning med input for selskabernes koncernårsrapporter

Tabellen er sorteret efter industrigruppe, idet man kunne forestille sig, at der er en sammenhæng mellem industrigruppe og budgetperiode[102]. På baggrund af ovenstående synes dette dog ikke at være tilfælde.

Som nævnt er der kun et enkelt selskab i populationen, Novozymes, der arbejder med en længere budgetperiode end de 5 år. Nærlæser man årsrapporterne for Novozymes angiver de umiddelbart ikke nogen forklaring herpå. En forklaring på den lange budgetperiode kan dog være, at Novozymes opererer med patenter og at disse udløber efter 19 år. Jeg mener ikke at den længere budgetperiode i 2008 kontra 2007 skyldes, at Novozymes forlænger budgetperioden som følge af recessionen. Dette kan bl.a. begrundes med påstanden nævnt i figur 10. Heri udtaler Novozymes sig om, at de anerkender en nedgang i 2009, men at de regner med at nå deres langsigtede mål og at de ikke vil give efter for kortsigtede tilstande.

En anden interessant observation er, at Danske Bank ikke har ændret længden af deres budgetperiode på trods af, at det synes at være det selskab, der umiddelbart har været hårdest ramt af den økonomiske recession[103]. Herved er det nærliggende at tro, at Danske Bank ikke forventer, at den nuværende recession vil udvikle sig til en lavkonjunktur eller sågar depression. Det ligger da også i forudsætningerne for den værdiforringelsestest, der er foretaget i forbindelse med den aflagte delårsrapport for 1. halvår 2009, jf. nedenstående udklip:

Det er i værdiforringelsestesten antaget, at den globale recession i de kommende år gradvist mindskes og indtjeningen i takt med denne udvikling normaliseres. Såfremt den forventede recession bliver stærkere eller varer i længere tid end forventet ved udgangen af 1. halvår 2009, kan det indebære yderligere værdiforringelse af de aktiverede immaterielle aktiver.

Figur 12: Uddrag af Danske Banks Delårsrapport - 1. Halvår 2009[104]

I samme moment skal det nævnes, at Danske Bank i deres seneste delårsrapport ikke har ændret på budgetperioden, hvorfor de ligeledes her anvender en budgetperioden på 5 år.

Således kan det udledes, at der endnu engang synes at være en tendens til at de analyserede selskaber anser den nuværende økonomiske recession som kortvarig. Selskaberne på OMX C20 synes ikke at finde det nødvendigt at ændre på budgetperiodens længde. Derved må selskaberne mene, at de efter budgetperioden har ramt en stabil fase med stabile vækstrater. Herved kan de forsvare at indtræde i terminalværdien. At selskaberne forventer at krisen er kortvarig konvergerer med den tendens der ses i afsnit 4.2.3.

[102] Eksempelvis arbejder teleselskaber, elselskaber og andre kapitaltunge selskaber ofte med længere budgetperioder end normale handels og produktionsselskaber (Fedders og Steffensen 2008, 602)

[103] Dette kan bl.a. begrundes med de væsentlige nedskrivninger selskabet har foretaget i henholdsvis 2008 og den seneste delårsrapport, jf. tabel 7.

[104] Danske Banks Delårsrapport – 1. Halvår 2009 s. 36

4.2.7 Vækst i budgetperioden

I kapitel 3 blev det anført, at effekten af en recession som udgangspunkt bør indregnes i nettopengestrømmene. Det er således fundet interessant at analysere, om der er sket ændringer i de vækstskøn selskaberne anlægger fra 2007 til 2008.

IAS 36 angiver ikke noget specifikt oplysningskrav omkring væksten i budgetperioden. IAS 36.132 opfordrer dog selskaberne til at oplyse væsentlige nøgleantagelser. Herudover angiver standarden, at for hver CGU, hvortil der er tilknyttet goodwill, skal det beskrives, hvordan ledelsen har udført værdiforringelsestesten, herunder hvorledes de enkelte parametre er fastsat, dvs. om antagelserne er baseret på erfaring mm., jf. IAS 36.134(d)(ii). Væksten i budgetperioden må være et væsentligt input i en værdiforringelsestest. Det antages derfor, at en række selskaber, vælger at oplyse herom.

På baggrund af de analyserede selskabers informationsafgivelse viser nedenstående tabel en oversigt over den vækst, der er anvendt i budgetperioden. Bemærk, at de selskaber, der ikke afgiver information om dette i hverken 2007 eller 2008 er udeladt.

		Vækst i budgetperioden			
		2007		2008	
Industrigruppe	**Selskab**	**Min**	**Max**	**Min**	**Max**
Konsumentvarer	Carlsberg	A	A	A	A
Konsumentvarer	Danisco	0,0%	5,0%	3,5%	4,0%
Finans	Danske Bank	0,0%	17,4%	B	B
Industri	DSV	4,0%	7,7%	4,0%	5,8%
Industri	NKT Holding	3,0%	3,0%	C	C
Industri	Vestas Wind Systems	3,0%	3,0%	2,5%	2,5%
Materials	Novozymes	10,0%	15,0%	7,5%	15,0%
Sundhedspleje	Coloplast	A	A	A	A
Sundhedspleje	Genmab	I/A	I/A	4,0%	4,0%

A Kvantitative oplysninger **C** Negativ organisk vækst
B Ej angivet

Tabel 10: Vækst i budgetperiode[105]

Ovenstående vækstrater er ikke direkte sammenlignelige, da selskaberne ikke altid oplyser om der er tale om vækst i omsætning eller EBITDA. Det væsentligste for indeværende analyse er dog at se på tendensen i de respektive selskaber.

Overordnet set synes der at være en svag tendens til at vækstraterne er blevet mindre. Recessionen synes derfor at have haft en indflydelse på dette parameter.

Ved gennemgang af de indhentede oplysninger er det særligt Danske Bank, der vækker interesse. I årsrapporten for 2007 angiver Danske Bank vækstrater på helt op til 17,4 % i

[105] Egen tilvirkning med input for selskabernes koncernårsrapporter

budgetperioden. Endnu mere interessant bliver det, når noten nærlæses. Det viser sig, at den høje vækstrate er knyttet til bankaktiviteten i Irland[106]. Det er netop denne aktivitet Danske Bank i årsrapporten for 2008 har nedskrevet fuldt ud, jf. afsnit 4.2.4. Bankaktiviteten i Irland har derved ikke kunne leve op til de høje vækstrater og antagelser, der blev benyttet i 2007. Forholdet understreger, at en værdiforringelsestest er forbundet med stor usikkerhed, selv i opgangstider. For at styrke pålideligheden af værdiforringelsestesten understreger netop dette eksempel, at en kapitalværdiberegning bør ledsages af en følsomhedsanalyse.

Herudover er det interessant at observere, at Danske Bank i den seneste års- og delårsrapport har valgt, at udelade denne oplysning. Det er nærliggende at forestille sig, at Danske Bank mener det er for usikkert at oplyse dette parameter.

Vestas har anvendt en vækst i budgetperioden på henholdsvis 3 % i 2007 og 2,5 % i 2008. I noteoplysningen angiver Vestas, at den anvendte vækstrate er væsentligt lavere end den forventede vækstrate. Vestas begrunder anvendelsen af den lavere vækstrate med, at der er anlagt et forsigtighedshensyn. Der kan derfor argumenteres for, at Vestas har set bort fra en del af nettopengestrømmene, da dette anses for usikkert. Der er ikke noget til hinder for at anlægge et sådan metodisk valg, blot dette er konsistent med den anvendte diskonteringsfaktor. Diskonteringsfaktoren undersøges i det efterfølgende afsnit.

4.2.8 Diskonteringsfaktor

Diskonteringsfaktoren er tidligere beskrevet som en kompliceret størrelse, der består af en række subjektive skøn. Yderligere er diskonteringsfaktoren i den grad påvirket af, hvilke markeder, lånerenter og andre forhold selskaberne arbejder med. Således kan det være svært at sammenligne de enkelte diskonteringsfaktorer på tværs af selskaberne. Dog kan det være interessant at se, om der er trends i de enkelte industrigrupper, hvorfor nedenstående tabel er sorteret efter dette[107].

Tabellen angiver de diskonteringsfaktorer de enkelte selskaber har benyttet i henholdsvis 2007 og 2008:

[106] Danske Banks årsrapport 2007 s. 104

[107] Det skal igen understreges, at der er tale om en forholdsvis begrænset population – særligt på industrigruppeniveau. Således er det vigtigt at holde sig for øje at indeværende analyse udelukkende kan illustrere en tendens.

		Diskonteringsfaktor			
		2007		2008	
Industrigruppe	Selskab	Min	Max	Min	Max
Konsumentvarer	Carlsberg	4,2%	16,0%	3,9%	16,1%
Konsumentvarer	Danisco	7,5%**	7,5%**	7,12%**	7,12%**
Finans	Danske Bank	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Finans	Nordea Bank	8,0%*	9,5%*	8,5%*	10,0%*
Finans	Topdanmark	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Industri	DSV	11,6%	11,8%	10,3%	10,5%
Industri	FLSmidth & Co.	9,0%**	10,0%**	9,0%**	10,0%**
Industri	A.P. Møller - Mærsk	8,0%	10,0%	6,0%*	9,0%*
Industri	NKT Holding	9%*	9%*	12,3%	12,7%
Industri	Vestas Wind Systems	16,8%	17,8%	16,1%	17,8%
Materials	Novozymes	12%**	15%**	8,5%**	8,5%**
Sundhedspleje	Coloplast	9,0%	9,0%	9,7%	11,3%
Sundhedspleje	Genmab	I/A	I/A	8,99%	8,99%
Sundhedspleje	Lundbeck	8,0%	8,0%	9,0%	9,0%
Sundhedspleje	William Demant Holding	8,0%**	8,0%**	9,0%**	9,0%**

Ingen markering indikerer en før skat diskonteringsfaktor

* Efter skat

** Angives ikke om der er tale om en før eller efter skat diskonteringsfaktor

Tabel 11: Diskonteringsfaktor[108]

Indledningsvist skal det bemærkes, at Danske Bank ligeledes i deres delårsrapport for 1. halvår 2009 anvender en diskonteringsfaktor før skat på 12 %[109].

Ovenstående tabel viser, at der er divergerende holdninger til, om der skal anvendes en før skat, eller efter skat diskonteringsfaktor. Standarden angiver i denne henseende, at der skal anvendes en før skat diskonteringsfaktor, jf. IAS 36.55. Det er dog uden for afhandlingens fokus at diskutere, hvorvidt der bør anvendes en før eller efter skat diskonteringsfaktor. Det er dog vigtigt at pointere, at der skal være konsistens mellem metoden i nettopengestrømmene og diskonteringsfaktoren.

Herudover er der tre selskaber, der ikke angiver om der er tale om en før eller efter skat diskonteringsfaktor.

Væsentligt for indeværende afhandling er det at se på, om diskonteringsfaktorerne har ændret sig markant i forhold til sidste år[110]. Standarden beskriver eksplicit at man ikke skal medtage forventninger i sin diskonteringsfaktor, der allerede er medtaget i estimeringen af

[108] Egen tilvirkning med input for selskabernes koncernårsrapporter

[109] Danske Banks Delårsrapport – 1. halvår 2009 s. 36

[110] Her ses der i analysen bort fra A.P. Møller der går fra at angive en før skat diskonteringsfaktor i 2007 til efter skat i 2008. Modsætningsvis gør det sig gældende for NKT, der går fra at anvende en efter skat diskonteringsfaktor i 2007 til en før skat diskonteringsfaktor i 2008. Således er disse ikke direkte sammenlignelige.

nettopengestrømme. Herudover er der i afsnit 3.3 argumenteret for at diskonterings-faktoren bør afspejle et fremtidigt niveau og effekten af recessionen bør som udgangspunkt være medtaget i estimeringen af nettopengestrømmene. Diskonteringsfaktorerne bør derfor i al væsentlighed være uændret i forhold til tidligere år.

Generelt har selskaberne ikke ændret væsentligt på deres diskonteringsfaktorer, hvilket er i overensstemmelse med mine forventninger.

En stigende diskonteringsfaktorer kan være et udtryk for, at man har indregnet indvirkningen af den nuværende recession, eksempelvis i form af stigende afkastkrav på gæld. Analysen viser i al væsentlighed ikke markante udsving i de anvendte diskonteringsfaktorer. Det ser derfor ud til at tendensen er, at selskaberne ikke har ment at recessionen skal indarbejdes i diskonteringsfaktoren, hvorfor recessionen må formodes i al væsentlighed at være medtage i nettopengestrømmene.

Det fremgår af ovenstående tabel, at der er store udsving i den diskonteringsfaktor, der anvendes. Diskonteringsfaktoren svinger fra 3,9 % hos Carlsberg og op til 17,8 % hos Vestas, begge fra 2008. De to selskabers diskonteringsfaktorer er dog et udtryk for en enten meget lav eller høj diskonteringsfaktor. Ser man bort fra de to selskaber, der angiver en efter skat diskonteringsfaktor og antager, at de selskaber, der ikke angiver hvilken type diskonteringsfaktor der anvendes, benytter en før skat, kan det udregnes at den gennemsnitlige minimums faktor er 9,9 % og maksimum 11,2 %. Således synes der at være konsensus om en diskonteringsfaktor på omkring 10 %[111].

Novozymes har nedbragt deres fra 12 – 15 % i 2007 til 8,5 % i 2008. Novozymes angiver, at de har ændret måden, hvorpå de indregner risici, jf. nedenstående udtalelse:

The reason for the change in the discount factor is that as of 2008, risks/probabilities are calculated directly in the cash flows, whereas in 2007 the risk premium was included in the discount factor.

Figur 13: Uddrag af Novozymes Note 10 i koncernårsrapporten 2008[112]

Carlsberg har analysen laveste diskonteringsfaktor og benytter en diskonteringsfaktor på helt ned til 3,9 % i 2008 for Nord og Vesteuropa. En diskonteringsfaktor på 3,9 % anses for meget lav, da denne sats er på niveau med den risikofrie rente[113]. Carlsberg kan således ikke have indregnet andre risikotillæg i denne diskonteringsfaktor. Dette er da også hvad Carlsberg angiver i deres note omkring værdiforringelsestest, jf. nedenstående udtalelse:

[111] Kalkuleret ud fra 2008 faktorerne

[112] Novozymes årsrapport 2008, s. 66

[113] Der er tidligere argumenteret for at den risikofrie rente historisk har ligget på omkring 4 %, jf. afsnit 3.2.2.2

De anvendte diskonteringsrenter til beregning af genindvindingsværdien er før skat, og afspejler den risikofrie rente i de enkelte geografiske segmenter.

Figur 14: Uddrag af Carlsbergs Note 16 i koncernårsrapporten for 2008[114]

En så lav diskonteringsfaktor bør således indikere, at selskabet har afspejlet risikoen i deres nettopengestrømme.

Carlsbergs lave diskonteringsfaktor står i kontrast til de diskonteringsfaktorer Vestas benytter. Vestas benytter for Europa en diskonteringsfaktor på 16,1 %. Det er således nærliggende at tro, at markedsrisici mm. er indarbejdet heri, men det viser nedenstående udtalelse at de ikke er:

Budgetter og forretningsplaner for de kommende fem år er baseret på Vestas' nuværende, igangværende samt kontraherede investeringer, hvori risici i de væsentlige parametre er vurderet og indregnet i de fremtidige forventede pengestrømme. De første fem år er baseret på den af ledelsen godkendte strategi "No. 1 in Modern Energy". Fremskrivninger for år seks og fremefter er baseret på generelle forventninger til markedet samt risici.

Figur 15: Uddrag af Note 12 i Vestas koncernårsrapport for 2008[115]

Det vil ikke være retvisende at sammenholde diskonteringsfaktoren anvendt af Carlsberg med Vestas, idet selskaberne opererer på vidt forskellige markeder.

På trods af dette viser ovenstående, at man som regnskabsbruger skal være meget vågen i sin gennemgang af virksomhedens oplysninger. Det væsentlige er, at både Carlsberg og Vestas er forholdsvis konsistent i anvendelse af diskonteringsfaktor fra henholdsvis 2007 til 2008. Eksemplet ved Carlsberg og Vestas indikerer, at eventuelle indvirkninger fra recessionen ser ud til at være indarbejdet i de forventede pengestrømme.

Dog synes der ikke at være konsistens mellem Vestas meget høje diskonteringsfaktor og det faktum, at man ligeledes anlægger et forsigtighedsprincip i forbindelse med fastlæggelse af nettopengestrømmene, jf. afsnit 4.2.7. Der er derved en forøget risiko for, at der i Vestas værdiforringelsestest er en hvis form for bias, hvilket strider mod IAS 36.A15.

4.2.9 Vækst i terminalværdien

Væksten i terminalværdien bør, som det er anført i afsnit 3.2.1, ligge i niveauet 0,5 – 3,5 %. Væksten må ikke overstige den generelle langsigtede vækst for de produkter, lande og industrier det respektive selskab opererer i. Indeværende afhandling har belyst, at en recession som udgangspunkt ikke bør have indflydelse på væksten i terminalværdien.

[114] Carlsbergs årsrapport 2008, s. 94

[115] Vestas årsrapport 2008, s. 67

Tabellen nedenfor viser den vækst, de enkelte selskaber forudser i terminalværdien i henholdsvis 2007 og 2008:

		Vækst i terminalværdien			
		2007		2008	
Industrigruppe	Selskab	Min	Max	Min	Max
Konsumentvarer	Carlsberg	0,5%	2,5%	1,5%	2,5%
Konsumentvarer	Danisco	3,0%	5,0%	3,0%	4,0%
Finans	Danske Bank	0,0%	4,0%	0,0%	4,0%
Finans	Nordea Bank	4,0%	6,0%	4,0%	6,0%
Industri	DSV	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Industri	FLSmidth & Co.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Industri	A.P. Møller - Mærsk	A	A	A	A
Industri	NKT Holding	2,0%	2,0%	1,5%	2,0%
Industri	Vestas Wind Systems	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Materials	Novozymes	3,0%	6,0%	0,6%	3,0%
Sundhedspleje	Coloplast	3,0%	3,0%	A	A
Sundhedspleje	Genmab	I/A	I/A	2,0%	2,0%
Sundhedspleje	Lundbeck	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Sundhedspleje	William Demant Holding	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

A: Forventet lokal inflation

Tabel 12: Vækst i terminalværdien[116]

Ovenstående tabel viser, at selskaberne over en bred kam er relativt konservative i forbindelse med fastsættelse af væksten i terminalværdien. Enkelte selskaber udviser vækstrater der overstiger 4 %. Dette må tilskrives at disse selskaber opererer på markeder med højere vækstrater. Forholdet er undersøgt for Nordea og det viser sig, at den relativt høje vækstrate på 6 % Nordea anvender, relaterer sig til Ogresbank[117].

Ser man på middelværdier kan det udregnes, at den gennemsnitlige minimumsvækst som benyttes i 2008 er 1,8 % og den gennemsnitlige maksimale vækst er 2,7 %. Til sammenligning viser 2007, at den gennemsnitlige minimumsvækst er 2,0 % og en gennemsnitlig maksimal vækst på 3,1 %. Der ses på denne baggrund en tendens til at de anvendte vækstrater i terminalværdien er blevet en smule mere konservative.

Resultaterne viser i øvrigt, at en recession ikke har væsentlige påvirkninger på de anvendte vækstrater i terminalværdien.
Jeg er af den overbevisning at de høje vækstrater på 6 % kan diskuteres, da det kan være svært at forestille sig, at enkelte markeder kan have disse vækstrater på lang sigt.

[116] Egen tilvirkning med input fra selskabernes koncernårsrapporter

[117] Orgresbank opererer på det russiske marked. Søger man på BNP vækstrater i Rusland ses det at landet historisk har opereret med relativt høje vækstrater. Udenrigsministeriet angiver en BNP vækst på 5,6 % per capita i 2008, jf. udenrigsministeriet.

4.2.10 Følsomhedsanalyser

Analysen har vist, at selskaberne anvender vidt forskellige forudsætninger til brug for deres værdiforringelsestest. De forskellige forudsætninger gør det vanskeligt for regnskabsbruger, at validere den foretagende værdiforringelsestest. Yderligere angiver flere selskaber, at der ved indgangen til finansåret 2009 var store usikkerhedsmomenter tilknyttet fremtiden. Den øgede usikkerhed påvirker i høj grad en kapitalværdiberegning og understreger vigtigheden af, at værdiforringelsestest i en recession bør udfordres ved følsomhedsanalyser på centrale punkter. Oplysninger omkring en følsomhedsanalyse vil styrke både pålideligheden og sammenligneligheden af de udførte værdiforringelsestest på tværs af regnskaberne.

Analysen og den teoretiske gennemgang viser, at følsomhedsanalyser særligt er interessant på følgende områder:

- Udvikling i nettopengestrømme
- Diskonteringsfaktorens størrelse

Udvikling i nettopengestrømme er særligt vigtigt, da det er her selskaberne formodes at have indarbejdet effekten af recessionen. IAS 36.32 foreskriver, at værdiforringelsestesten skal afspejle vægtede gennemsnit af de mulige udfald. Om det er dette værdiforringelserne i praksis afspejler, er uvist. Det er dog centralt for regnskabsbruger at vide, hvor meget omsætningsvæksten skal falde før der foreligger et nedskrivningsbehov.

Følsomhedsanalyser omkring diskonteringsfaktoren er særligt vigtig, da analysen viser, at diskonteringsfaktoren er meget varierende. Analysen viser, at det er belagt med stort besvær, at konkludere på de anvendte diskonteringsfaktorer, da der ikke gives mange oplysninger herom. Således kunne en uddybning af diskonteringsfaktoren være ønskeligt, men særligt er det interessant at vide, hvor meget diskonteringsfaktoren skal ændre sig før der foreligger et nedskrivningsbehov.

Der kan herved argumenteres for, at en følsomhedsanalyse vil skabe støre informations-værdi for en stor gruppe af regnskabsbrugere. At skabe informationsbehov for væsentlige regnskabsbrugere er netop den overordnede målsætning med IFRS, jf. IASB's begrebsramme omtalt i afsnit 2.1.

Analysen viser, at flere selskaberne har angivet, at fremtiden er mere usikker end vanligt. Herved anerkender selskaberne, at estimering af de enkelte parametre i eksempelvis DCF–metoden er belagt med større usikkerhed end tidligere. Således er det interessant at undersøge, om de analyserede selskaber i højere grad end tidligere, har anvendt følsomhedsanalyser. Tabellen nedenfor viser antallet af selskaber, der har givet oplysninger om følsomhedsanalyser:

Har selskabet angivet oplysninger om følsomhedsanalyser?	2007	2008
Ja	4	6
Nej	11	10
Total	*15*	*16*

Tabel 13: Følsomhedsanalyser[118]

Tabellen udviser en svag stigning i antallet af selskaber, der giver oplysninger om følsomhedsanalyser. At der er 15 selskaber i 2007 mod 16 i 2008 kan forklares med at Genmab i 2007 ikke havde registreret goodwill på balancen.

Nærlæser man de enkeltes selskabers noter er der stor forskel på værdien af de oplysninger, der gives. Vestas angiver kun at sandsynlige ændringer i nøgleforudsætningerne ikke vil medføre nedskrivning[119]. En sådan oplysning giver ikke synderlig meget værdi til regnskabsbruger, da det er vanskeligt at tolke, hvad en sandsynlig ændring er. En lignende note finder man i Danske Bank, der blot angiver sammenhængen i DCF-metoden. Danske Bank oplyser, at et højere afkastkrav eller lavere vækst i terminalen vil indebære værdiforringelse af de immaterielle aktiver[120]. Oplysningen indikere, at såfremt der ændres på nøgleforudsætningerne vil dette medføre et nedskrivningsbehov. Herved kan det diskuteres, om Danske Bank til fulde opfylder kravene i IAS 36.134(f), der bl.a. tilskriver, at man skal oplyse, hvor meget de enkelte nøgleforudsætninger skal ændre sig førend genindvindingsværdien er lig den bogførte værdi. Tager man det faktum, at Danske Bank er det selskab i analysen, der har foretaget de største nedskrivninger på goodwill med i overvejelserne, må en uddybende følsomhedsanalyse øge værdien af regnskabsnoten i Danske Bank.

De to noteoplysninger for henholdsvis Vestas og Danske Bank står i kontrast til de oplysninger NKT afgiver i deres årsrapport for 2008. NKT har analysen mest informative note på dette område:

[118] Egen tilvirkning med input fra selskabernes koncernårsrapporter

[119] Vestas årsrapport 2008, s. 67

[120] Danske Banks årsrapport 2008, s. 109

Følsomhed over for ændringer i skøn:

Ledelsen vurderer, at enhver rimelig ændring i de anlagte skøn ikke medfører, at den regnskabsmæssige værdi af goodwill overstiger genindvindingsværdien. For at vise sikkerhedsmarginen mellem den regnskabsmæssige værdi og genindvindingsværdien er følsomhedsanalyser medtaget.

Nedenstående følsomhedsanalyser af nedskrivningstest for goodwill fokuserer på ændringer i EBITDA, diskonteringsfaktor og vækstrate i terminalværdiperioden. Ændringer i EBITDA for 2010-2013 er baseret på antagelsen om, at investeringer og arbejdskapital følger faldet i EBITDA. Alle andre forhold er uændret i følsomhedsanalysen. Følgende skøn skal ændres før den regnskabsmæssige værdi svarer til nytteværdi:

	Skøn der anvendes ved beregningen af nytteværdi [udgangspunkt]		Skøn skal ændres til nedenstående for at regnskabsmæssige værdi svarer til nytteværdi	
	NKT Cables	Nilfisk-Advance	NKT Cables	Nilfisk-Advance
Diskonteringsfaktor før skat	12,7%	12,3%	14,9%	19,3%
Vækstrate i terminalværdiperioden [efter 2013]	1,5%	2,0%	-1,0%	-4,5%
Ændring i EBITDA i forhold til udgangspunkt	-	-	-15,5%	-25,5%

Figur 16: Uddrag af NKT's note 14 i NKT's årsrapport 2008[121]

Ovenstående uddrag er af stor værdi for regnskabsbruger, da noten netop opsummerer de nøgleforudsætninger, der er anvendt, og hvorledes disse skal ændres førend den regnskabsmæssige værdi svarer til nytteværdien svarende til IAS 36.134(f). Følsomhedsanalysen fra NKT angiver begge de forhold, der er nævnt tidligere i afsnittet. Det er beskrevet, hvor meget omsætningsvæksten skal ændre sig samt diskonteringsfaktoren førend den regnskabsmæssige værdi svarer til nytteværdien.

Herved kan regnskabsbruger i større grad vurdere, om den udførte værdiforringelsestest er foretaget på et rimeligt grundlag.

4.3 Samlet vurdering af en recessions indvirkning på en værdiforringelsestest efter IAS 36

Med baggrund i den præsenterede analyse af selskaberne noteret på OMX C20 vil indeværende afsnit forsøge at samle op på den foretagne analyse. Herudover vil afsnittet søge at belyse, hvad resultatet af undersøgelsen kan skyldes.

Det fremgår af analysen, at der helt overordnet ikke er foretaget flere nedskrivninger i 2008 mod 2007 for de selskaber, der indgår i analysen på trods af den økonomiske recession. Dette faktum strider mod de forventninger, der blev opstillet til analysen i afsnit 4.1. Her blev det belyst, at en væsentlig del af de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest påvirkes negativt i en recession.

Herudover kan der ikke herske tvivl om, at selskaberne i løbet af 2008 har mistet en del værdi. Se blot på aktiekurserne i figur 5, der reelt er et udtryk for markedsværdien.

[121] NKT's årsrapport 2008, s. 63

Hvad er så årsagen til, at analysen viser, at der i al væsentlighed ikke er foretaget flere nedskrivninger?

Analysen og tidligere studier illustrerer, at den mest anvendte metode til beregning af genindvindingsværdien er kapitalværdimetoden ved brug af DCF-metoden. Alternativet til kapitalværdien er nettosalgsprisen.

I en recession må kapitalværdien udvise en højere værdi end nettosalgsprisen. Kapitalværdien tager udgangspunkt i værdien ved forsat brug for virksomheden, hvorimod nettosalgsprisen er købsprisen for 3. mand. En nettosalgspris vil tage udgangspunkt i en handelssituation, hvor køber vil søge at presse prisen ned. Derimod vil kapitalværdien antageligt være estimeret til fordel for selskabet.

Netop det faktum, at kapitalværdien antageligt er estimeret til fordel for selskabet mener jeg, er en af årsagerne til, at analysen ikke udviser flere nedskrivninger end vi ser. Muligvis er selskaberne for optimistiske i deres beregninger.

At et selskab har været for optimistisk i deres forudsætninger kan belyses ved nedskrivningen i Danske Bank vedrørende bankaktiviteten i Irland. Danske Bank budgetterede i 2007 med en vækstrate for bankaktiviteten i Irland på hele 17,4 %. Året efter viste det sig, at forretningen ikke kunne leve op til disse forventninger, hvorfor Danske Bank blev nødsaget til at foretage nedskrivning heraf.

Eksemplet illustrerer samtidig, hvor stor usikkerhed der er forbundet med en værdiforringelsestest. Grundet den store usikkerhed er der flere gange argumenteret for, at en værdiforringelsestest, ved brug af DCF-metoden, bør ledsages af en følsomhedsanalyse. Analysen har dog vist, at der på trods af, at selskaberne anerkender den større usikkerhed i en recession, ikke gøres større brug af følsomhedsanalyser. Kun 6 ud af de 16 analyserede selskaber gør brug af følsomhedsanalyser, hvoraf en række af de af selskabernes oplyste følsomhedsanalyser ikke giver megen værdi for regnskabsbruger.

Et andet væsentligt forhold, der er medvirkende til at analysen ikke viser flere nedskrivninger mener jeg kan tilskrives, at selskaberne anser recessionen for kortvarig. Dette fremgår bl.a. af ledelsesberetningen i årsrapporten for Novozymes.

Danske Bank er endog endnu klarere i udmeldinger foretaget i deres delårsrapport for 1. halvår 2009, hvor de angiver, at værdiforringelsestesten er foretaget under forudsætning af, at recessionen gradvist aftager, jf. figur 12. Analysen har vist, at recessionen som udgangspunkt er indregnet i nettopengestrømmene. Sammenholder man dette med, at

selskaberne anser recessionen for kortvarig har en recession begrænset indvirkning på metoden. Dette er selvsagt under forudsætning af, at markedet ikke går helt i stå, og at selskaberne herved er tilbage i en normaliseret periode efter 1 – 2 år.

Uanfægtet af, at der i al væsentlighed ikke er foretaget flere nedskrivninger i de analyserede årsrapporter for 2008 kontra 2007 hersker der, som nævnt, ingen tvivl om, at der er sket værditab i de enkelte selskaber i de seneste år. Derfor må goodwill købt i de seneste år, alt andet lige være handlet til en høj pris, og herved under pres i en recession. Eksempelvis mener jeg, at den erhvervede goodwill i Carlsberg erhvervet i foråret 2008 må stå under pres. Carlsberg har ikke registreret nogen nedskrivning i årsrapporten for 2008, hvilket må være et udtryk for, at værditabet endnu ikke har ramt de regnskabsmæssige værdier.

Ved gennemgangen af de enkelte selskabers årsrapporter udviser der sig en overvejende tendens til at de forudsætninger, der er benyttet i værdiforringelsestesten i al væsentlighed er på niveau med tidligere. Dette kan indikere, at selskaberne har valgt at se tiden an, for at se, om recessionen er langvarig og derved bliver til en lavkonjunktur. At anlægge en sådan betragtning mener jeg er fornuftig, hvad angår diskonteringsfaktoren. Diskonteringsfaktoren skal benyttes til fremtidige pengestrømme, hvorfor det er vigtigt at fastslå, om det er strukturelle og vedvarende effekter, der påvirker de enkelte parametre, eller om det er kortvarige udsving.

Der må dog ikke være tvivl om, at en stor del af selskaberne må være presset på vækst og indtjeningsevne. Således kunne det være ønskeligt, at der var et eksplicit krav i IAS 36 til at selskaber skal oplyse deres skønnede vækstrater i budgetperioden.

4.4 Delkonklusion

Dette kapitel har søgt at besvare problemformulerings delspørgsmål 3 & 4:

”Har den finansielle udvikling haft en indvirkning på omfanget af nedskrivninger på goodwill i praksis?” og *”I hvilket omfang har recessionen haft en indvirkning på de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest af goodwill i praksis?”*

Besvarelsen af disse spørgsmål er gjort ved, at foretage en empirisk analyse. Med udgangspunkt i de 16 selskaber, der er noteret på OMX C20 og, hvor det er muligt, at identificere goodwill på balancen er følgende områder gennemgået:

- Selskabernes forventninger til fremtiden
- Nedskrivninger, herunder begrundelse for nedskrivningerne
- Opgørelse af CGU’er
- Budgetperioden
- Vækst i budgetperioden

- Diskonteringsfaktor
- Vækst i terminalværdien

For at identificere effekten af recessionen er der foretaget en gennemgang af årsrapporterne for henholdsvis 2007 og 2008 samt den senest offentliggjorte delårsrapport.

Det fremgår af analyse, at der ikke er en tendens til, at der bliver foretaget flere nedskrivninger blot fordi vi er inde i en recession. Gennemgangen viser, at dette i høj grad kan tilskrives de enkeltes selskabers forventninger til fremtiden, samt det faktum, at kapitalværdiberegningen ved DCF-metoden er forbundet med en række subjektive skøn.

Analysen har vist, at selskaberne anerkender at fremtiden i en recession er mere usikker end ellers. Derudover er det belyst, at de forudsætninger, der benyttes i en værdiforringelsestest er meget forskellig fra selskab til selskab. Det er derfor svært som regnskabsbruger at gennemskue de foretagende værdiforringelsestest og de forudsætninger, der ligger bag. Således anbefales det at en værdiforringelsestest, særligt i en recession, bør ledsages af en følsomhedsanalyse på væsentlige forudsætninger. Her tænkes der i høj grad på de estimerede nettopengestrømme og den anvendte diskonteringsfaktor. Gennemgangen af de respektive regnskaber viser dog, at der ikke er en tendens til at selskaberne i højere grad afgiver oplysninger omkring følsomhedsanalyser.

Sammenfatter man analysen ses det, at der ikke på baggrund af de oplysninger, der fremkommer i årsrapporterne ikke er sket væsentlige ændringer i de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest. Således kan det konkluderes at effekten af recessionen som forventet i al væsentlighed må være indeholdt i de estimerede pengestrømme.

5. Konklusion

Afhandlingens formål har været, at besvare følgende overordnede problemformulerings-spørgsmål:

"I hvilken udstrækning har en recession indvirkning på omfanget af nedskrivninger i praksis samt de parametre, der indgår i en værdiforringelsestest af goodwill?"

Besvarelsen af dette spørgsmål er sket ved at foretage en gennemgang af det regelsæt IASB har udstukket på området ved IAS 36. Herefter er den mest benyttede metode til beregning af kapitalværdien - DCF-metoden gennemgået med fokus på, hvorledes metoden er påvirket i en recession. Disse to analyser fører til, at jeg har kunnet foretage en empirisk analyse af recessionens indvirkning på de værdiforringelsestest, der er foretaget af selskaber, der er noteret på OMX C20. Den empiriske analyse er foretaget med udgangspunkt i de oplysninger, der afgives i årsrapporterne for de respektive selskaber.

For at sætte den teoretiske scene for afhandlingens empiriske studie er den begrebsramme IASB arbejder ud fra præsenteret. Begrebsrammen fastlægger, at det overordnede mål for regnskaber aflagt efter IFRS er, at afdække de væsentligste regnskabers informationsbehov, samt understøtte sammenligneligheden og pålideligheden af de aflagte regnskaber efter IFRS.

Den regnskabsmæssige behandling af værdiforringelsestest af goodwill er reguleret i IAS 36. I modsætning til andre aktiver skal goodwill underkastes en værdiforringelsestest minimum en gang årligt.

En værdiforringelsestest skal ske ved gennemgang af 4 faser:

1. Opdeling af selskaber i CGU'er og allokering af goodwill hertil
2. Opgørelse af CGU'ens nuværende regnskabsmæssige værdi
3. Opgørelse af CGU'ens genindvindingsværdi
4. Identifikation af eventuel værdiforringelse samt indregning heraf

Særligt er det fase 3, der er interessant for indeværende afhandling, da det er her en recession som udgangspunkt har en indvirkning.

Fase 3 beskriver, at selskabet skal opgøre genindvindingsværdien for en given CGU. Genindvindingsværdien er defineret som den højeste værdi af nettosalgsprisen og kapitalværdien. En tidligere undersøgelse har vist, at den klart mest benyttede metode til beregning af genindvindingsværdien er ved brug af kapitalværdien. Samme undersøgelse

viser, at det er DCF-metoden, der i overvejende grad benyttes til at beregne kapitalværdien. Den empiriske analyse der er foretaget i nærværende afhandling viser, at det stadig er kapitalværdien ved DCF-metoden, der primært benyttes til at opgøre genindvindingsværdien.

I DCF-metoden indgår to væsentlige steps, henholdsvis estimering af fremtidige nettopengestrømme og fastlæggelse af en passende diskonteringsfaktor til de estimerede nettopengestrømme.

Med baggrund i gennemgangen af det teoretiske grundlag for værdiforringelsestest af goodwill er der foretaget en analyse af, hvorledes en recession har indvirkning på det at skulle foretage en værdiforringelsestest. En recession er præsenteret som en periode, hvori en given økonomi har negativ vækst i BNP. Normalt siger man, at en økonomi er i recession når den respektive økonomi har negativ BNP vækst i to på hinanden følgende kvartaler. Det er uklart, hvor lang tid en recession varer, men er en recession længerevarende er der tale om en lavkonjunktur og derefter en depression. Herved må en recession teoretisk anses for at være relativ kortvarig.

En recession har isoleret set en negativ indvirkning på begge steps, der indgår i DCF-metoden. Derfor må en recession alt andet lige forøge risikoen for, at der skal foretages flere nedskrivninger i en recession.

I de estimerede nettopengestrømme vil recessionen vise sig i såvel indtjeningsevne som vækst. Det må forventes, at en række selskaber ikke kan realisere de vækstrater og indtjeningsforventninger, der tidligere er budgetteret med. Sammenholder man dette med at nettopengestrømmene skal estimeres på baggrund af CGU'ens nuværende stand, og at forskellige scenarier skal sandsynlighedsvægtes må det stå klart, at en recession har indvirkning på de estimerede nettopengestrømme og som udgangspunkt i negativ retning. Lavere nettopengestrømme mindsker den samlede kapitalværdi og forøger derved risikoen for, at der skal foretages nedskrivning.

Effekten af recessionen i 2008/2009 på diskonteringsfaktoren ses tydeligst i det selskabs-specifikke risikotillæg på gæld, der indgår i afkastkravet på gæld. I forbindelse med den omtalte recession oplevede en række finansielle institutioner akutte likviditetsproblemer hvilket medvirkede til, at villigheden til udlåne penge blev mindsket. Det nævnte risikotillæg afspejles som oftest ved at se på spændet mellem statsobligationer (den risikofrie rente) og renten på virksomhedsobligationer med sammenlignelige ratings. Det er i afhandlingen belyst, at dette risikotillæg steg markant under den finansielle krise for efterfølgende at

udvise en faldende tendens. Der synes derfor ikke at være tale om en strukturel ændring, men mere et udtryk for en ekstrem volatilitet.

En generel observation er, at recessionen nu og her har en indvirkning på elementerne, der indgår i diskonteringsfaktoren i negativ retning, men da en diskonteringsfaktor skal benyttes til fremtidige nettopengestrømme bør nuværende situationer ikke tillægges for meget vægt. Det er derfor vanskelligt på nuværende tidspunkt at fastslå, hvor meget den forøgede risiko i forbindelse med recessionen påvirker diskonteringsfaktoren. Anbefalingen i nærværende afhandling er derfor, at en recession på nuværende tidspunkt bør afspejles i de estimerede nettopengestrømme.

At den omtalte recession som udgangspunkt efter min overbevisning skal indarbejdes i nettopengestrømmene synes også at afspejle sig i den empiriske analyse. I al væsentlighed synes der ikke at være ændringer i henholdsvis CGU opdelingerne, længden af budgetperiode, vækst i terminalværdien og diskonteringsfaktoren. Derimod ser man en faldende tendens i de vækstskøn, der anlægges i budgetperioden. Således understøtter den empiriske analyse anbefalingen om, at effekten af recessionen bør indarbejdes i nettopengestrømmene.

På trods af, at en recession har en for selskaberne negativ indvirkning på det at foretage værdiforringelsestest udviser den empiriske analyse af selskaber noteret på OMX C20, at der i praksis ikke er foretaget flere nedskrivninger på goodwill.

Jeg mener, at dette i høj grad må tilskrives de forudsætninger selskaberne har lagt ind i deres værdiforringelsestest. Det er belyst, at kapitalværdien er den mest benyttede metode til at opgøre genindvindingsværdien i de analyserede selskaber. Kapitalværdien afspejler værdien ved forsat brug, hvilket betyder, at denne antageligt er estimeret til fordel for selskabet.

Herudover er et væsentligt argument for, at vi ikke ser flere nedskrivninger på goodwill i en recession, at en recession per definition er relativt kortvarig. Kapitalværdien skal afspejle værdien på lang sigt, hvorfor effekten af recessionen ikke skal tillægges for meget vægt. Den empiriske analyse viser, at selskaberne er enige heri, hvilket kan understreges ved selskabernes forventninger til fremtiden. Ydermere har selskaberne ikke fundet det nødvendigt at ændre længden af deres budgetperiode.

Analysen viser, at en værdiforringelsestest er belagt med store usikkerhedsmomenter i en recession. Dette gælder såvel DCF-metoden og den empiriske undersøgelse af selskaberne på OMX C20. Der er således flere gange argumenteret for, at en værdiforringelsestest -

særligt i en recession - bør ledsages af en følsomhedsanalyse på centrale punkter. En følsomhedsanalyse vil understøtte IASB begrebsramme, da en udførlig følsomhedsanalyse vil styrke informationsværdien for en stor gruppe af regnskabsbrugere. Herudover vil en følsomhedsanalyse ligeledes styrke sammenligneligheden og pålideligheden af de udførte værdiforringelsestest.

Den empiriske analyse viser, at selskaberne over en bred kam anerkender at en recession bevirker, at fremtiden er mere usikker end vanligt. På trods af dette udviser analysen ikke at der er flere selskaber, der har fundet det nødvendigt at afgive følsomhedsoplysninger.

Det kunne derfor være ønskeligt at selskaberne i højere grad afgav oplysninger herom. Endvidere kunne det være ønskeligt, såfremt IASB blev mere eksplicit i oplysningskravene i forhold til følsomhedsanalyser.

6. Perspektivering

Indeværende kandidatafhandling er skrevet hovedsageligt i efteråret 2009. Vi er derfor blevet lidt klogere på omfanget af recessionen, der for alvor udsprang i efteråret 2008.

Denne viden havde selskaberne selvsagt ikke, da de skulle foretage værdiforringelsestest af goodwill ved årsskiftet 2008/2009.

Resultaterne af den empiriske undersøgelse viser, at der på trods af den økonomiske recession ikke er foretaget flere nedskrivninger end vanligt. Dette er som nævnt et resultat af de forudsætninger, der er blevet lagt til grund for kapitalværdiberegningen.

En af de centrale forudsætninger, der er blevet lagt til grund, er de forventninger selskaberne har anlagt samt det faktum, at en recession anses for kortvarig. Analysen har vist, at selskaberne noteret på OMX C20 i al væsentlighed er overvejende positive omkring forventningerne til fremtiden. Endvidere har en række selskaber eksplicit sat som forudsætning for deres værdiforringelsestest, at denne er kortvarig. I sidste ende har disse forudsætning stor betydning for den kapitalværdiberegning, der bliver foretaget.

En interessant betragtning er således at se på, om disse antagelser var rigtige. De seneste måneders omtale i medierne vedrørende økonomien i Europa viser en tendens til at der er bedring i sigte. Flere kilder peger på, at vi allerede fra 2010 kan forvente økonomisk vækst i såvel Danmark som i resten af EU. Næste år ventes det danske BNP at vokse med 1,5 %[122] og for EU en vækst på 0,7 %[123].

Endvidere har det vist sig, at de største selskaber i Danmark har trodset den økonomiske krise og tjener flere og flere penge[124]. Således ser det ud til at de forudsætninger selskaberne anlagde omkring recessionens varighed var korrekte.

Det kunne dog være interessant at undersøge, hvorledes de respektive selskaber indarbejdede recessionen i deres værdiforringelsestest. Dette kunne eventuelt gøres ved brug af spørgeskemaundersøgelser.

Endvidere kunne det være interessant at undersøge, hvad regnskabsbrugerne forventede til værdiforringelsestest og omfanget af nedskrivninger af goodwill i en recession. Herved

[122] Børsen "Dansk vækst i 2010"

[123] Børsen "EU: Vi står foran økonomisk vendepunkt"

[124] Berlingske Business "Danske virksomheder trodser krisen"

kunne der foretages en analyse af, om der er konvergens mellem regnskabsbrugeres forventninger og de faktiske resultater.

Afhandlingen har fokuseret meget på, at en værdiforringelsestest af goodwill er forbundet med en række regnskabsmæssige skøn. Det er på denne baggrund meget svært for regnskabsbruger at sammenligne og vurdere den foretagende værdiforringelsestest. Jeg har i afhandlingen lagt op til, at selskaberne i et større omfang bør gøre brug af følsomhedsanalyser for herigennem at styrke pålideligheden og sammenligneligheden af de foretagende værdiforringelsestest.
Det kunne således være interessant, at undersøge, om det også er sådanne oplysninger regnskabsbrugerne efterspørger. Det er som beskrevet den overordnede målsætning med regnskaber aflagt efter IFRS, at disse skal afgive informationer, der er brugbare for en lang række af regnskabsbrugere i deres beslutningstagen.

7. Litteraturliste

Regnskabsstandarder:
IASB's Begrebsramme
IFRS 3 (gældende fra 01.01.2009)
IFRS 8 (gældende fra 01.01.2009)
IAS 34 (gældende fra 01.01.1999)
IAS 36 (gældende fra 31.03.2004)
IAS 37 (gældende fra 01.07.1999)
IAS 38 (gældende fra 31.03.2004)
IFRIC 10 (gældende fra 01.11.2006)

Artikler:
Christensen, Tinus Bang, Jacob Erhardi, Hans-Jørgen Knudsen, Anders C. Madsen, og Thomas Plenborg. *"Gennemførsel af nedskrivningstest: konsekvenser af finanskrisen"* Revision og Regnskabsvæsen, 2008, nr. 12, s 1 – 7
Hansen, Carsten Krogholt, Christian Petersen, og Thomas Plenborg. *"Danske erfaringer med værdiforringelsestest - Del 1"* Revision og Regnskabsvæsen, 2007, nr. 1, s. 1 - 6.
Hansen, Carsten Krogholt, Christian Petersen, og Thomas Plenborg. *"Danske erfaringer med værdiforringelsestest - Del 2"* Revision og Regnskabsvæsen, 2007, nr. 2, s. 1-8.
Slot, Jesper. *"IAS 36 - Impairment test"* Revision og Regnskabsvæsen, 2005, nr. 1, s. 1 - 6.
Sørensen, Tue Stensgård. *"Nedskrivningstest i en krisetid"* Revisions og Regnskabsvæsen, 2009, nr. 2, s. 1 - 6

Avisartikler:
Dansk vækst i 2010: http:/borsen.dk/okonomi/nyhed/169319
EU: Vi står foran økonomisk vendepunkt: http:/borsen.dk/okonomi/nyhed/169313
Danske virksomheder trodser krisen:
http://www.business.dk/article/20091109/nyhedsoversigt/911090302/&template=print

Bøger:
Andersen, Ib. *"Den Skindbarlige virkelighed - vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne"* 3. udgave 2006, Frederiksberg C, Samfundslitteratur
Barden, Phil, Veronica Poole, Norma Hall, Ken Rigelsford, og Andrew Spooner. *"iGAAP 2009"* 2. udgave 2008, London, LexisNexis
Blanchard, Olivier. *"Macroeconomics"* 4. Udgave 2006, New Jersey, Prentice Hall
Elling, Jens O. *"Årsrapporten - teori og regulering"* 1. udgave 2007, København, Gjellrup
Elling, Jens O., og Ole Sørensen. *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang"* 2. udgave 2005, København, Gjellerup

Fedders, Jan, og Henrik Steffensen. *"Årsrapporten efter internationale regnskabsstandarder - fra dansk praksis til IFRS"* 3. udgave 2008, København, Forlaget Thomson

Hansen, Henrik Z., og Jan Peter Larsen. *"IFRS Introduktion til de internationale regnskabsstandarder"* 3. udgave 2009, København, Deloitte

Koller, Tim, Marc Goedhart, og David Wessels. *"Valuation Measuring and managing the value of companies".* 4. udgave 2005, New Jersey, John Wiley and Sons Inc.

Rienecker, Lotte, og Peter Stray Jørgensen. *"Den gode opgave"* 3. udgave 2008, Frederiksberg C, Forlaget Samfundslitteratur

Rådgivningsudvalget. *"Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele",* København, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, 2002.

Hjemmesider:

www.dst.dk/Statistik/nogletal/seneste/natregogbop/Natreg.aspx

www.nasdaqomxnordic.com/indeks/historiske_priser

www.um.dk/da/menu/Udenrigspolitik/Landefakta/LandefaktaEuropa/LandefaktaRusland

Årsrapporter:

Selskab	Årsrapporter		Delårsrapport
Carlsberg	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Coloplast	2006/07	2007/08	30.06.2009 (Q3)
Danske Bank	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Danisco	2007/08	2008/09	31.07.2009 (Q1)
D/S Norden	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
DSV	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
FLSmidth & Co.	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Genmab	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Lundbeck	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
A.P. Møller - Mærsk A	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Nordea Bank	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
NKT Holding	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Novo Nordisk	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Novozymes	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Sydbank	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Topdanmark	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
TrygVesta	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
Vestas Wind Systems	2007	2008	30.06.2009 (Q2)
William Demant Holding	2007	2008	30.06.2009 (Q2)

Fondsbørsmeddelelse:

Daniscos fondsbørsmeddelelse nr. 04/2009 s. 1

8. Figuroversigt

Figur 1: Afhandlings struktur 10
Figur 2: Begrebsrammens 5 niveauer 13
Figur 3: Illustration af bogført værdi efter værdiforringelsesværdi 15
Figur 4: Steps i fastlæggelse af CGU'ens kapitalværdi 21
Figur 5: Lukkekurser OMX C20 gennem 2008 30
Figur 6: Nøgletal for den danske økonomi 2008K1 - 2009K1 31
Figur 7: Udvikling i spread mellem stats og virksomhedsobligation 37
Figur 8: Koncerndiagram A/S Holding 40
Figur 9: Uddrag af William Demant Holding's ledelsesberetning 2008 54
Figur 10: Uddrag af Novozymes ledelsesberetning 2008 54
Figur 11: Uddrag af Note 8 i William Demant Holdings årsrapport 2008 60
Figur 12: Uddrag af Danske Banks Delårsrapport - 1. Halvår 2009 62
Figur 13: Uddrag af Novozymes Note 10 i koncernårsrapporten 2008 66
Figur 14: Uddrag af Carlsbergs Note 16 i koncernårsrapporten for 2008 67
Figur 15: Uddrag af Note 12 i Vestas koncernårsrapport for 2008 67
Figur 16: Uddrag af NKT's note 14 i NKT's årsrapport 2008 71

9. Bilag

Bilag 1: Makroprognose Danske Bank

Danske Bank

Ugefokus

Makroprognose

Makroprognose, Skandinavien

	år	BNP[1]	Privat-forb.[1]	Off. forb.[1]	Faste inv.[1]	Lager-inv.[2]	Eks-port[1]	Import[1]	Infla-tion[1]	Ledig-hed[3]	Off. budget[4]	Off. gæld[4]	Betal. bal[4]
Danmark	2008	-1.2	-0.1	1.5	-5.0	0.2	2.3	3.5	3.4	1.8	3.6	33.3	2.2
	2009	-4.5	-5.0	2.2	-12.9	-1.5	-10.0	-13.6	1.5	3.5	-2.6	38.3	1.4
	2010	1.6	2.3	1.4	-2.1	0.7	2.8	5.0	2.1	5.2	-5.2	45.1	1.0
Sverige	2008	-0.4	-0.2	1.5	2.7	-0.6	1.9	3.0	2.2	6.1	2.5	37.5	8.3
	2009	-5.1	-1.2	1.0	-17.2	-1.2	-14.7	-16.3	-0.2	8.7	-1.3	39.6	7.0
	2010	0.8	1.3	1.0	-6.3	0.0	2.4	-0.5	1.4	11.4	-2.7	43.5	7.6
Norge	2008	2.1	1.2	3.8	3.8	0.7	1.3	4.4	3.8	2.5	8.0	26.0	19.0
	2009	-1.0	0.1	6.1	-4.1	-1.3	-7.6	-11.5	2.0	3.3	12.0	26.0	24.9
	2010	3.3	3.8	4.8	2.7	0.8	0.2	2.8	1.4	3.7	13.9	26.0	24.8

Makroprognose, Euroland

	år	BNP[1]	Privat-forb.[1]	Off. forb.[1]	Faste inv.[1]	Lager-inv.[2]	Eks-port[1]	Import[1]	Infla-tion[1]	Ledig-hed[3]	Off. budget[4]	Off. gæld[4]	Betal. bal[4]
Euroland	2008	0.6	0.3	2.2	-0.7	0.1	1.1	1.1	3.3	7.6	-1.9	69.3	-0.8
	2009	-3.7	-0.3	2.3	-9.5	-0.7	-13.5	-11.9	0.3	9.4	-4.7	77.1	-1.7
	2010	2.2	0.6	2.1	3.2	0.3	6.1	4.9	1.2	10.0	-5.2	82.1	-1.5
Tyskland	2008	1.3	-0.6	1.9	2.6	0.1	3.5	5.5	2.9	7.4	-0.5	63.0	7.1
	2009	-4.8	0.2	1.9	-4.0	-0.4	0.2	2.5	0.3	8.2	-3.5	67.0	5.2
	2010	2.6	1.2	1.9	1.5	0.2	4.0	4.5	1.1	8.5	-5.5	72.0	5.4
Frankrig	2008	0.8	0.8	1.4	0.5	0.0	2.0	1.8	3.3	7.8	-2.9	66.0	-1.6
	2009	-1.8	-0.4	1.6	-3.8	-0.3	-0.3	-0.4	0.4	8.6	-5.0	71.0	-1.4
	2010	2.1	1.6	1.4	2.1	0.2	2.9	2.9	1.3	9.1	-6.0	78.0	-1.6
Italien	2008	-0.3	-0.6	1.2	-1.5	0.0	0.3	-1.5	3.6	7.0	-2.6	103.0	-2.6
	2009	-4.5	0.2	1.2	-4.8	-0.3	-0.6	-0.9	0.8	8.5	-4.0	107.0	-2.1
	2010	1.7	0.3	1.0	2.0	0.2	2.0	2.4	1.9	9.1	-4.5	111.0	-2.5
Spanien	2008	1.2	0.1	5.3	-3.0	0.0	0.7	-2.5	4.1	11.3	-3.8	38.0	-10.0
	2009	-3.5	-4.7	3.4	-12.0	-0.2	-19.0	-21.0	0.0	18.9	-9.5	47.0	-6.0
	2010	0.3	-1.0	2.0	-2.4	0.1	10.8	4.1	1.4	21.0	-9.0	56.0	-6.0
Finland	2008	1.0	1.9	2.0	0.3	-0.6	7.3	7.0	4.1	6.4	4.2	33.4	2.4
	2009	-6.2	-2.8	1.0	-12.0	0.0	-23.0	-20.0	0.0	8.9	-2.8	41.5	0.6
	2010	1.0	0.2	0.0	-3.0	0.0	5.0	2.5	1.2	10.0	-4.2	49.0	1.1

Makroprognose, Global

	år	BNP[1]	Privat-forb.[1]	Off. forb.[1]	Faste inv.[1]	Lager-inv.[2]	Eks-port[1]	Import[1]	Infla-tion[1]	Ledig-hed[3]	Off. budget[4]	Off. gæld[4]	Betal. bal[4]
USA	2008	0.4	-0.2	3.1	-5.1	-0.3	5.4	-3.2	3.8	5.8	-3.2	69.0	-4.9
	2009	-2.4	-0.6	2.0	-17.8	-0.7	-10.7	-14.8	-0.3	9.2	-11.2	81.0	-2.7
	2010	3.2	1.5	2.8	8.2	0.8	5.5	5.8	2.2	9.6	-9.6	87.0	-2.9
Japan	2008	-0.7	0.6	0.8	-5.1	-0.2	2.0	0.9	1.5	4.0	-5.6	196.0	3.3
	2009	-5.3	-1.2	0.7	-12.0	-0.4	-24.5	-15.8	-1.2	5.2	-9.8	212.0	2.4
	2010	3.0	1.4	0.9	1.7	0.2	18.2	1.1	-0.5	5.2	-8.0	220.0	3.6
UK	2008	0.7	1.7	3.3	-4.0	0.0	0.5	1.2	3.7	2.8	-2.5	50.1	-3.6
	2009	-2.7	-0.3	1.5	-0.3	0.0	-3.6	0.0	2.3	5.0	-8.8	60.0	-3.4
	2010	1.0	1.6	2.0	2.2	0.0	4.6	4.9	1.5	6.4	-9.6	68.0	-2.9
Schweiz	2008	1.6	1.7	0.0	-1.7	-0.4	2.3	-0.2	2.4	2.6	0.9	42.0	9.2
	2009	-2.7	0.2	2.3	-6.4	1.2	-11.7	-7.4	-0.5	3.9	-1.5	40.7	7.6
	2010	1.0	0.5	1.5	-0.5	-0.2	1.3	-1.1	0.7	5.1	-2.5	43.5	8.1

Kilde: OECD og Danske Bank. 1) % q/q. 2) % bidrag til BNP-vækst. 3) % af arbejdsstyrken. 4) % af BNP.

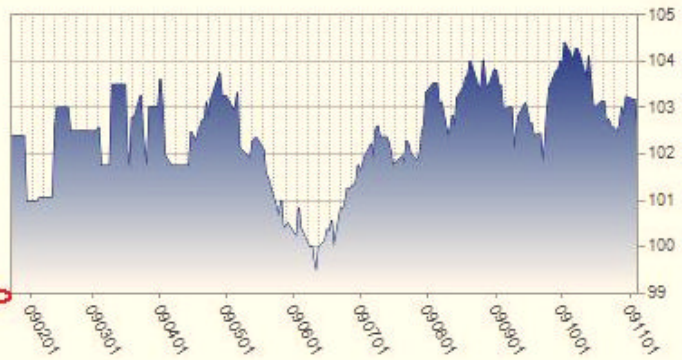
Bilag 2: Effektiv rente – 4% Danske Stat – DK0009922403

I dag (2009-11-04) - 4% Danske Stat St. Lån 2019 - DK0009922403

Seneste	Bud	102.400	Høj	102.529	Børs omsætning	7.200.000	Gns. kurs alle handler	102.588
102.400	Udbud	102.690	Lav	102.400	Antal børs handler	2		
↓ -0.76								

Kursinformation for 2009-11-03	
Åbningskurs	103.190
Lukkekurs	103.180
Gns. kurs børs handler	103.183
Gns. kurs alle handler	103.239
Høj	103.190
Lav	103.180
Varighed	8.170
Effektiv rente	3.620
Renteberegningskurs	103.183
Børs omsætning	140.000
Antal børs handler	2

Kurs | **12M graf**



Intradag | 5d | 1M | 3M | 6M | 12M | 24M