

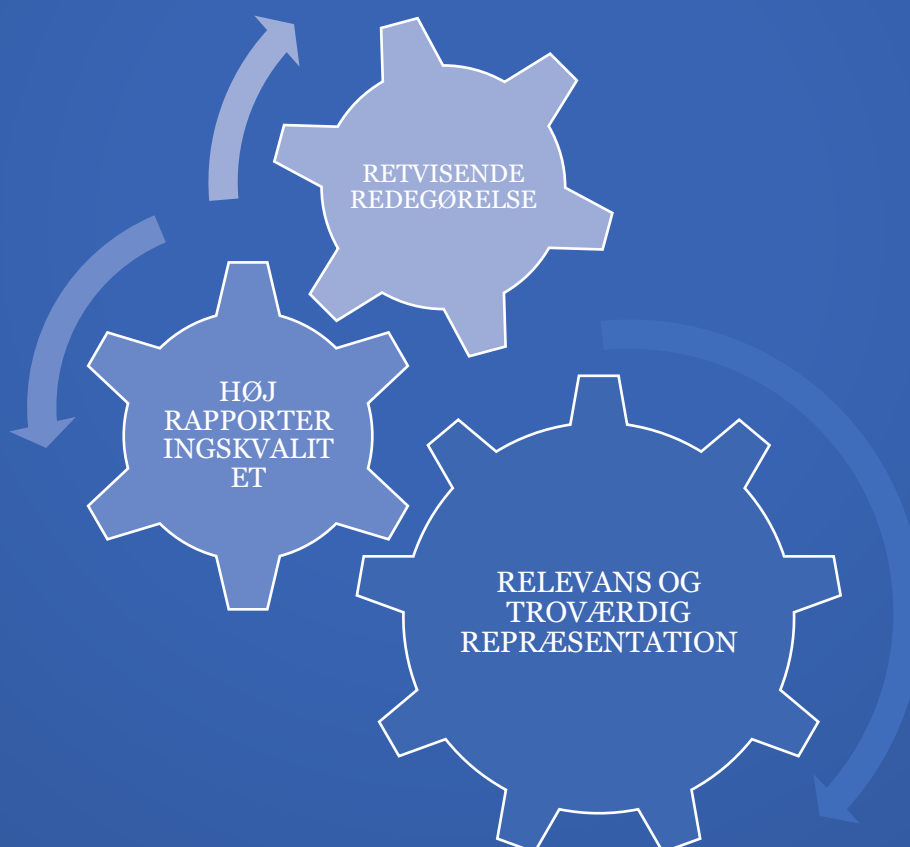
Rapportering af Alternative Præstationsmål i Ledelsesberetningen – en retvisende redegørelse?

Disclosure of Alternative Performance Measures in Management's Report – a true and fair representation?

Kandidatafhandling af Sebastian Wandahl Stenshøj (Studienr.: 92583) & Casper Gert Munk (Studienr.: 92105)

Vejleder: Peter Kyhnaug-Andersen

15. maj 2019



Abstract

This thesis examines the reporting quality of adjusted performance measures reported in management's reports. As a proxy of quality, we use IASBs fundamental qualitative and enhancing characteristics, which ranks and breaks down quality into subdivisions.

The thesis is based on a questionnaire with 32 responses, interviews with two professional equity analysts, a comprehensive analysis of annual reports of 24 companies containing more than 1,000 performance measures, as well as secondary empirical research.

We recorded all the performance measures reported by OMX C25-companies listed on NASDAQ Copenhagen and grouped these performance measures as GAAP, non-GAAP and 'adjusted' respectively. The reported adjustments were analyzed, in particular, adjustments referred to as 'Special items' and 'Non-recurring' underwent a thorough investigation.

The main conclusion is that the adjusted performance measures reported by the Danish companies only to a low degree meets the requirements of quality that we developed based on the IASB Conceptual Framework. We question if the adjusted performance measures reported by the Danish companies provides a true and fair presentation of the financial position and results of these companies. On the contrary, we acknowledge that the qualitative characteristics are broadly defined by IASB and not specified in Danish legislation, which makes them difficult to apply on alternative performance measures.

In addition, we find that the quality of alternative performance measures reported by companies subject to the ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures is considerably higher than the one achieved by the Danish companies.

Furthermore, we find that the reporting of alternative performance measures (and their low quality) especially have consequences for private investors and their ability to fully understand the various adjustments used by the companies. However, they still tend to use the reported adjusted earnings in their (simplified) valuation techniques. Nor does the private investors have the same degree of access to the management as professional investors, creating information asymmetry between the two groups of investors. This ultimately results in private investors investing in stocks etc. on a less informed basis.

Definitioner

Præstationsmål

Hoved- og nøgletal rapporteret i ledelsesberetning.

GAAP præstationsmål

Præstationsmål specificeret i de internationale regnskabstandarder (IFRS).

Alternative præstationsmål (non-GAAP)

I denne afhandling anvendes definitionen i ESMA 'Guidelines on Alternative Performance Measures', hvori det følger af afsnit 17, at et alternativt præstationsmål forstås som:

"[...] a financial measure of historical or future financial performance, financial position, or cash flows, other than a financial measure defined or specified in the applicable financial reporting framework."

Et alternativt præstationsmål er således et finansielt præstationsmål, der ikke er defineret i det relevante regelsæt for rapportering af finansielle oplysninger (læs: IFRS).

Fremhævede præstationsmål

Præstationsmål, som er iøjnefaldende i ledelsesberetningen, fordi de fremhæves grafisk på de indledende sider.

Justerede præstationsmål

Præstationsmål, der fraviger sin oprindelige definition ved at være justeret for bestemte indtægter og/eller omkostninger.

Resultatmål

Sub-, mellem- og totaler i resultatopgørelsen.

Primære resultat- og vækstsmål

Det resultatmål (vækstmål) selskabet vægter højest. Det vil sige, det præstationsmål (vækstmål) selskabet grafisk og narrativt fremhæver mest i ledelsesberetningen.

Regnskabsbruger (professionel/privat)

Private og professionelle investorer, herunder aktieanalytikere.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
Definitioner.....	2
Kapitel 1 – Indledning.....	6
1.1 Problemfelt	6
1.2 Problemformulering	7
1.3 Afgrænsning	7
1.4 Struktur	9
Kapitel 2 – Videnskabsteori og metode	10
2.1 Videnskabsteoretisk udgangspunkt.....	10
2.2 Metode	10
2.2.1 Primær empiri	10
2.2.2 Sekundær empiri.....	17
Kapitel 3 – Rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen.....	18
3.1 Rapportering af hovedtal i ledelsesberetningen	18
3.2 Rapportering af nøgletal i ledelsesberetningen.....	21
3.3 Rapportering af alternative præstationsmål i ledelsesberetningen	24
3.4 Justeringer	26
3.5 Primære resultat- og vækstsmål.....	29
3.6 Oversigt over rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen	34
3.7 Delkonklusion.....	34
Kapitel 4 – Teoretisk ramme for rapporteringen af alternative præstationsmål.....	36
4.1 Anvendelsen af alternative præstationsmål som indikator for finansiel performance	36
4.2 Motiverne bag anvendelsen af alternative præstationsmål	38
4.2.1 Informationsværdien af alternative præstationsmål	38
4.2.2 Opportunisme og earnings management	39
4.2.3 Principal-agent teori.....	40
4.3 Delkonklusion.....	43
Kapitel 5 – Regnskabsregulering	44
5.1 Principbaseret regulering	44
5.2 Regnskabsbrugers informationsbehov	44
5.3 Kvalitetskravene til rapporteringen af justerede præstationsmål i ledelsesberetningen.....	46
5.3.1 De fundamentale kvalitative karakteristika	48
5.3.1.1 Relevans	48
5.3.1.2 troværdig repræsentation.....	49
5.3.2 De forstærkende kvalitative egenskaber	50
5.3.2.1 Sammenlignelighed	50
5.3.2.2 Verificerbarhed.....	51

5.3.2.3 Aktualitet (rettidighed)	51
5.3.2.4 Forståelighed	51
5.4 Delkonklusion	52
Kapitel 6 – Kvaliteten af rapporterede justerede præstationsmål	53
6.1 Metodeorienteret introduktion af analysen	53
6.2 Undersøgelsens resultater	54
6.3 Opfyldelse af kvalitetskrav	56
6.3.1 Relevans af justerede præstationsmål	56
6.3.2 Analyseparameter 1	59
6.3.2.1 Eksempler fra årsrapporter	60
6.3.3 Analyseparameter 2	61
6.3.3.1 Eksempler fra årsrapporter	63
6.3.4 Analyseparameter 3	67
6.3.4.1 Eksempler fra årsrapporter	67
6.3.5 Analyseparameter 4	75
6.3.5.1 Eksempler fra årsrapporter	75
6.3.6 Analyseparameter 5	77
6.3.6.1 Eksempler fra årsrapporter	78
6.4 Delkonklusion	80
Kapitel 7 - Konsekvenser ved rapportering af alternative præstationsmål	81
7.1 Indledning	81
7.2 Sekundær empiri	81
7.2.1 Misbrug af non-GAAP præstationsmål?	81
7.2.2 Non-GAAP informations påvirkning af professionelle og private investorer	82
7.3 Primær empiri	84
7.3.1 Justeringerne er ensidige	84
7.3.2 Resultatmål påvirkes væsentligt af justeringer	86
7.3.3 Ledelsesberetningen – en ubalanceret redegørelse	90
7.3.4 Øget kompleksitet af justerede præstationsmål	91
7.3.5 Informationsasymmetri mellem professionelle og private regnskabsbrugere	92
7.4 Delkonklusion	93
Kapitel 8 – Kvaliteten af engelske selskabers rapportering af justerede præstationsmål	94
8.1 Metodeorienteret introduktion til analysen	94
8.2 Undersøgelsens resultater	94
8.2.1 Analyseparamenter 1	95
8.2.1.1 Eksempler fra årsrapporter	96
8.2.2 Analyseparameter 2	96
8.2.2.1 Eksempler fra årsrapporter	97
8.2.3 Analyseparameter 3	99

8.2.3.1 Eksempler fra årsrapporter	99
8.2.4 Analyseparameter 4	100
8.2.4.1 Eksempler fra årsrapporter	100
8.2.5 Analyseparameter 5	100
8.2.5.1 Eksempler fra årsrapporter	101
8.3 Delkonklusion	101
Kapitel 9 – Forbedret rapporteringskvalitet som følge af ESMA's retningslinjer	103
9.1 Relevante bestemmelser i ESMA GL	104
9.2 Hvordan kan ESMA GL forbedre rapporteringskvaliteten?	105
9.3 Kan ESMA GL afhjælpe konsekvenserne ved rapportering af alternative præstationsmål?	111
9.4 Delkonklusion	113
Kapitel 10 – Konklusion.....	115
Kapitel 11 – Fremtidig anvendelse af alternative præstationsmål uden yderligere regulering	117
Litteraturliste	118
Bilag.....	123

Kapitel 1 – Indledning

1.1 Problemfelt

Der bliver stillet stadig større krav til detaljeringsgraden af den finansielle information, som selskaber gennem blandt andet årsrapporten rapporterer til deres interessenter. Det har resulteret i, at selskaberne i stadigt stigende omfang gør brug af alternative præstationsmål i forsøget på at præsentere virksomhedens kerneforretning. Præstationsmålene falder uden for de reguleringsmæssige rammer i IFRS og refereres til som 'Alternative Præstationsmål'. Friheden til at rapportere virksomhedsspecifikke præstationsmål har imidlertid medført, at nogle virksomheder er blevet (for) kreative i deres rapportering af disse.

”Taltrylleri eller god regnskabsføring? – Sådan leger danske børsselskaber med reglerne” lød overskriften på en forsidehistorie på nyhedsmediet Finans, der omhandlede danske børsnoterede selskabers anvendelse af alternative præstationsmål (Beck, Taltrylleri eller god regnskabsføring? Sådan leger børsselskaber med reglerne, 2019). Det anerkendte investeringsanalyseselskab CFRA påpegede, at danske og europæiske selskaber benytter lige lovlig mistænkelige regnskabskneb i forsøget på at maskere en nedgang i den underliggende forretning (Beck, Taltrylleri eller god regnskabsføring? Sådan leger børsselskaber med reglerne, 2019). Revisorerne har ligeledes fået øjnene op for den markante brug af justerede præstationsmål, hvilket blev fremstillet af Bloomberg i en artikel omhandlende Ernst & Young’s anmærkning af Thomas Cooks optimistiske anvendelse af indtjeningsjusteringer (Bryant, 2019).

Ideelt set skal regnskabsbrugere altid have adgang til årsrapporter, der er baseret på fornuftige regnskabsstandarder og fri for manipulation. I praksis ses det imidlertid, at kvaliteten af den finansielle rapportering er meget varierende. Finansiell rapportering, som indeholder alternative præstationsmål af høj kvalitet, indeholder prognose- og bekræftelsesværdi, som er brugbar for regnskabsbrugerne i deres vurderinger af selskabets nuværende og fremtidige præstationer. Modsætningsvist er finansiell rapportering af lav kvalitet upræcis, vildledende eller ufuldstændig, hvilket begrænser anvendeligheden for regnskabsbruger (CFA, 2019).

Regnskabsbrugere og selskabernes ledelse efterspørger alle ”det magiske præstationsmål”: ét præstationsmål, som giver alle parter den information, de har behov for, og som samtidig er et retvisende billede af virksomhedens præstation. Problemet er blot, at et sådan tal, der tilfredsstiller alles behov, er ikkeeksisterende (KPMG, 2018).

Det følger af årsregnskabslovens § 11, stk. 1, 1. pkt., at årsregnskabet skal give et retvisende billede af virksomhedens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet. Endvidere skal ledelsesberetningen indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler, jf. ÅRL § 11, stk. 1, 2. pkt.

Det er imidlertid vanskeligt at sige, om noget giver et retvisende billede og en retvisende redegørelse. Kvalitetskravene i IASBs begrebsramme bryder dette ned i delementer, som rangordnes. Jo bedre disse kvalitetskrav tilfredsstilles, desto bedre en årsrapport.

Det findes i relation hertil oplagt at undersøge, om C25-selskabernes rapportering af justerede præstationsmål harmonerer med kvalitetskravene, og hvilke konsekvenser rapporteringen af alternative præstationsmål har for regnskabsbruger.

Det er vores mål, at afhandlingen skal kunne fungere som ”Do’s and Don’ts” for rapportering af alternative præstationsmål.

1.2 Problemformulering

Denne afhandling ønsker at besvare følgende problemformulering:

Harmonerer C25-selskabernes rapportering af alternative præstationsmål i ledelsesberetningen med kvalitetskravene til årsrapporten, og hvad er konsekvensen heraf for regnskabsbruger?

Til at besvare problemformuleringen stilles følgende underspørgsmål:

- *Hvilke præstationsmål rapporterer C25-selskaberne i ledelsesberetningen?*
- *Hvilke fordele og ulemper er der forbundet med rapportering af alternative præstationsmål?*
- *Hvad er kravene til rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen?*
- *Hvordan harmonerer rapportering af alternative præstationsmål med kvalitetskravene?*
- *Hvilke konsekvenser har rapportering af alternative præstationsmål for regnskabsbruger?*
- *Hvordan harmonerer engelske selskabers rapportering af alternative præstationsmål med kvalitetskravene?*
- *Hvorvidt kan implementeringen af ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures forbedre rapporteringskvaliteten, og hvilken effekt har det for regnskabsbruger?*

1.3 Afgrænsning

Kilder til indsamling af præstationsmål

Indsamling af præstationsmål er i denne afhandling afgrænset til at omfatte hoved- og nøgletal rapporteret i ledelsesberetningen, der skal supplere årsrapporten, jf. ÅRL § 2, stk. 1, nr. 2.

Indsamlingen hoved- og nøgletal er afgrænset til ledelsesberetningen, da ledelsesberetningen vægtes meget højt af både regnskabsbrugere og –producenter (PwC & CBS, Værdien af årsrapporten II, 2017). Endvidere rapporteres størstedelen af de alternative præstationsmål i ledelsesberetningen.

Regnskabsproducenter (C25-selskaberne)

Vi anser årsrapporten som et færdigt produkt, hvor relevansen af indholdet skal ses i lyset af regnskabsbrugers behov, hvorfor afhandlingen er afgrænset fra at inddrage regnskabsproducenternes synsvinkel.

Regnskabsbrugere

Det er besluttet udelukkende at fokusere på regnskabsbrugere, der anvender oplysningerne i ledelsesberetningen til at vurdere profitabiliteten af en given investering, hvilket betragtes som private og professionelle investorer og analytikere. Årsagen til valget skyldes, at investorer og analytikere anses for være de væsentligste grupper af regnskabsbrugere (Accountancy Europe, 2017).

Finansielle virksomheder

Afhandlingen er afgrænset fra at inddrage data fra virksomheder, der er underlagt Lov om Finansiell Virksomhed, da disse virksomheder er underlagt særbestemmelser og dermed ikke betragtes som sammenlignelige med de øvrige børsnoterede ikke-finansielle virksomheder.

Præstationsmål (hoved- og nøgletal)

Vi har valgt udelukkende at fokusere på rapportering af finansielle præstationsmål, hvorfor afhandlingen er afgrænset fra at inddrage data vedr. ikke-finansielle hoved- og nøgletal, herunder CSR-relevante nøgletal. Dette begrundes med, at investorer i høj grad vægter finansielle præstationsmål i deres investeringsbeslutninger og kun i lav grad vægter information om blandt andet CSR (PwC & CBS, Værdien af årsrapporten II, 2017).

Afhandlingen er ligeledes afgrænset fra at analysere branche- og selskabsspecifikke nøgletal, da disse er vanskelige at sammenligne på tværs af de omfattede selskaber.

Vi har tillige valgt at afgrænse os fra at inddrage hovedtal, der ikke er omsætnings-, resultat- eller pengestrømsorienteret. Denne afgrænsning er foretaget, da det typisk er de omsætnings-, resultat- og pengestrømsorienterede hovedtal, der beskriver selskabets præstation i løbet af året samt oftest anvendes i værdiansættelsesmodeller¹.

¹ Fx kapitalværdibaserede modeller og relative værdiansættelsesmodeller.

1.4 Struktur

Afhandlingens første del indeholder de indledede afsnit, hvori der redegøres for, hvilke præstationsmål de danske C25-selskaber rapporterer i ledelsesberetningen, og i hvilket omfang selskaberne anvender justerede præstationsmål som indikator for finansiell præstation. Endvidere afdækker afsnittet motiverne bag rapportering af alternative præstationsmål i ledelsesberetningen.

Afhandlingens anden del indeholder en redegørelse af, og skaber en forståelse for, det reguleringsmæssige fundament for rapportering af præstationsmål, herunder hvilke kvalitetskrav Årsregnskabsloven og IASB stiller til rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen.

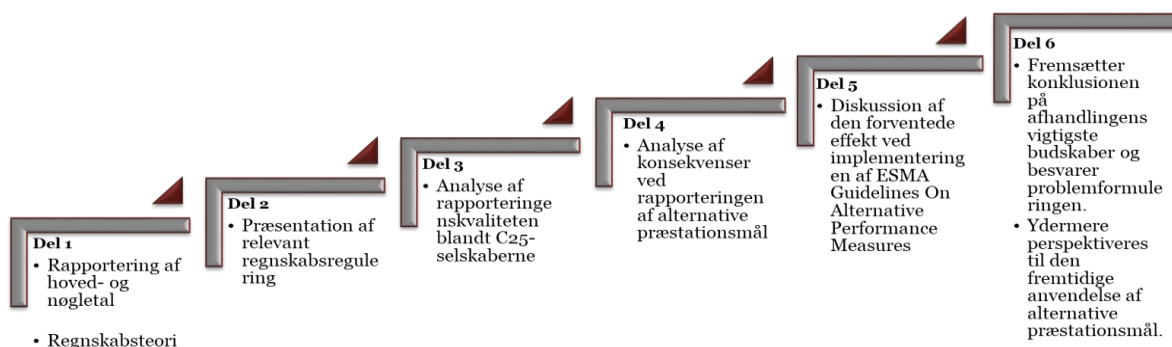
Afhandlingens tredje del indeholder en kvalitativ analyse, der undersøger i hvor høj grad de danske selskabers rapportering af fremhævede justerede præstationsmål harmonerer med de fem opstillede analyseparametre for rapporteringskvalitet. Opfyldelsen af analyseparametrene suppleres af eksempler fra selskabernes årsrapporter.

Afhandlingens fjerde del indeholder en analyse af, hvilke konsekvenser rapportering af alternative præstationsmål har for regnskabsbrugeres investeringsbeslutninger, herunder konsekvenser, der relaterer sig til rapporteringskvaliteten af præstationsmålene.

Afhandlingens femte del indeholder en diskussion af, hvorvidt implementeringen af ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures kan afhjælpe og forbedre de identificerede problemer i relation til kvaliteten af de rapporterede justerede præstationsmål samt hvilken gevinst, regnskabsbruger kan have af implementeringen.

Afhandlingens sidste del indeholder en konklusion, som fremsætter afhandlingens vigtigste budskaber og besvarer problemformuleringen, samt en perspektivering til fremtidens rapportering af alternative præstationsmål.

Nedenfor er afhandlingens struktur præsenteret grafisk.



Figur 1.1: Afhandlingens struktur. Egen tilvirkning.

Kapitel 2 – Videnskabsteori og metode

2.1 Videnskabsteoretisk udgangspunkt

Cand.merc.aud.-studiet hører under 'Institut for Regnskab', som lægger stor vægt på, at forskningsresultaterne er anvendelsesorienteret (Institut for Regnskab, 2019). Formålet med den anvendelsesorienterede forskning er, at den viden, der genereres, skal være værdiskabende og problemløsende, hvilket tillige er hensigten med denne afhandling.

Denne afhandling vil blive besvaret ud fra en videnskabsteoretisk tilgang, der tager udgangspunkt i det neopositivistiske paradigme. Inden for det neopositivistiske paradigme anlægges en kritisk realistisk ontologi, hvor det medgives, at virkeligheden er reelt eksisterende, men aldrig kan blive fuldstændigt og totalt begrebet. Epistemologien er modificeret objektiv, hvormed der menes, at objektivitet forbliver et ledende og styrende ideal, men idealet kan kun tilnærmes. Indenfor det neopositivistiske paradigme anlægges en modificeret form for eksperimentel og manipulatorisk metodologi, hvor den kritiske sans, som indgår i vores logiske erkendelse af fakta, vil danne afsæt for deduktiv tænkning⁴ (Heldberg, 2011).

Ved at anvende det neopositivistiske paradigme som videnskabsteoretisk fundament for udarbejdelsen af denne afhandling er anlagt det virkelighedssyn, at der findes en modificeret objektiv sandhed for, om børsnoterede selskabers rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen harmonerer med kvalitetskravene til årsrapporten. Det vil sige, at vi på baggrund af denne erkendelse ved, at vi kun kan nå frem til en tilnærmelsesvis afbildning af, om børsnoterede selskabers rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen harmonerer med kvalitetskravene til årsrapporten.

2.2 Metode

2.2.1 Primær empiri

2.2.1.1 Population

Afhandlingen omfatter C25-selskaberne noteret på NASDAQ Copenhagen pr. 31. december 2017, hvorfor der er taget udgangspunkt i selskabernes årsrapport fra 2017. Vores undersøgelse dækker således hele C25-indekset med undtagelse af Nets A/S og TDC A/S, som blev afnoteret fra fondsbørsen i 2018 (Friis, 2018; FinansWatch, 2018). Endvidere omfatter undersøgelsen, som nævnt i afgrænsningen, ikke-finansielle virksomheder underlagt Lov om Finansiell Virksomhed.

⁴ Med deduktiv tænkning menes, at vi tager udgangspunkt i regnskabsteori og tester denne gennem egen empiri.

Valget af C25-selskaberne er begrundet med, at disse selskaber må betragtes som værende af størst offentlig interesse i Danmark, da OMXC25-indekset omfatter de mest omsatte aktier med den største handelsbare markedsværdi i Danmark (Nordnet, 2019).

Undersøgelsen omfatter desuden fem⁸ tilfældigt udvalgte engelske børsnoterede selskaber fra FTSE 100, som er underlagt ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures, hvis rapporteringskvalitet sammenlignes med de danske C25-selskaber.

2.2.1.2 Omfattet årrække

Afhandlingen omfatter data fra de respektive selskabers årsrapporter fra 2017, hvilket på tidspunktet for dataindsamlingen var selskabernes seneste årsrapport.

For enkelte selskaber med skævt regnskabsår dækker årsrapporterne dele af 2017 og 2018.

I analysen af rapporteringskvaliteten af justerede præstationsmål er der i relation til enkelte kvalitetskrav benyttet årsrapporter fra en større årrække (2010-2018).

2.2.1.3 Kvantitativ dataindsamling

2.2.1.3.1 Indsamling af hoved- og nøgletal fra ledelsesberetninger

Formålet med denne kvantitative dataindsamling er at kunne fastlægge, hvilke finansielle præstationsmål danske ikke-finansielle børsnoterede selskaber rapporterer i ledelsesberetningen. Dataindsamlingen fandt sted fra november 2018 til februar 2019, hvor de udvalgte børsnoterede selskabers årsrapporter fra 2017 blev indhentet fra deres respektive hjemmesider og nøjagtigt gennemgået.

2.2.1.3.1.1 Undersøgelsens design og gennemførelse

For hvert enkelt selskabs ledelsesberetning er hoved- og nøgletallene fordelt på oplysninger fra henholdsvis hoved- og nøgletalsoversigten og den resterende ledelsesberetning blevet registreret.

De analyserede børsnoterede selskaber anvender hver især forskellige termer for det samme hoved- og nøgletal, hvorfor det har været nødvendigt at rense dataet for sproglige forskelligheder, således at vi har kunnet gruppere de hoved- og nøgletal, der beskriver det samme.

På baggrund af indsamlingen af data fra hoved- og nøgletalsoversigt samt den øvrige ledelsesberetning er fordelingen af 'GAAP' og 'non-GAAP' præstationsmål opgjort. Fordelingen af 'GAAP' og 'non-GAAP' præstationsmål er opgjort på baggrund af ESMA's definition af alternative præstationsmål. Det vil sige, at præstationsmål, der er defineret eller specificeret i de internationale regnskabsstandarder (IFRS), som danske børsnoterede selskaber er underlagt, i

⁸ British American Tobacco, BT Group, Glencore, Unilever Group samt Vodafone.

denne afhandling betragtes som 'GAAP' præstationsmål og de resterende præstationsmål betragtes som 'non-GAAP' præstationsmål.

For de selskaber, der oplyser præstationsmål, som er justerede i forhold til den oprindelige definition⁹, er disse ligeledes registreret og opdelt i overordnede kategorier, der karakteriserer præstationsmålene. Dette har muliggjort en opgørelse af, hvilke kategorier af præstationsmål der hyppigst justeres.

For de selskaber, hvor informationsniveauet i ledelsesberetningen har været tilstrækkeligt, er arten af justeringerne blevet registreret, hvilket har muliggjort en opgørelse af hvilke justeringer, der typisk foretages. Retningen på samtlige justeringer og den beløbsmæssige effekt af justeringerne af resultatmål er tillige opgjort for de selskaber, hvor informationsniveauet i årsrapporten har muliggjort dette.

2.2.1.3.1.2 Kvaliteten af undersøgelsen

2.2.1.3.1.2.1 Reliabilitet

Reliabilitet dækker over undersøgelsens pålidelighed, hvilket referer til, i hvilken grad spørgsmål som måleinstrumenter er fri for tilfældige målefejl og forskellige fortolkningsmuligheder (Kristensen, 2019). Det vil sige, hvor sikker er den måde, vi har udført undersøgelsen på, og ville andre komme frem til samme resultat, hvis de gjorde brug af samme målinstrumenter (Heldberg, 2011). Reliabilitetskriteriet handler således om, i hvor høj grad vi kan stole på resultatet af vores undersøgelse.

Reliabiliteten af dataindsamlingen af præstationsmål fra selskabernes ledelsesberetning anses for at være høj, om end der i sådanne undersøgelser er indlagt en naturlig risiko for fejlregistreringer. Reliabiliteten er blandt andet sikret ved, at forfatterne har gennemgået registreringer af præstationsmål flere gange, således at eventuelle fejlregistreringer er blevet korrigeret. Ydermere er der udvalgt tilfældige og målrettede stikprøver af dataet som et led i sikringen af en høj grad af reliabilitet.

Det er forfatternes opfattelse, at undersøgelsen besidder en sådan grad af reliabilitet, at hvis den blev foretaget på ny af andre, ville resultatet tilnærmelsesvist blive det samme.

2.2.1.3.1.2.2 Validitet

Validitet dækker over undersøgelsens gyldighed, hvormed der menes, om vi måler det, vi ønsker at måle. Undersøgelsers validitet kan blive udfordret, hvis undersøgelsen er behæftet med

⁹ Fx Finansforeningens definition.

systematiske fejl, således at der opstår problemer med at identificere, hvad der måles og hvad der var formålet at måle.

Validiteten af vores dataindsamling anses for at være høj, da vi har undersøgt hele populationens (C25-selskaberne med undtagelse af finansielle virksomheder) rapportering af præstationsmål i ledelsesberetning. Vores undersøgelse er således repræsentativ for hele populationen, hvorfor resultaterne er generaliserende for hele populationen.

Der er ikke identificeret problemer med indsamlingen og analysen af rapporterede præstationsmål i relation til formålet med indsamlingen af dataet.

Den kvantitative indsamling af rapporterede præstationsmål vurderes således at besidde både en høj grad af reliabilitet og validitet.

2.2.1.3.2 Spørgeskemaundersøgelse

Afhandlingens problemformulering søges delvist besvaret ved hjælp af en empirisk undersøgelse i form af et spørgeskema, som blev udsendt til potentielle regnskabsbrugere. Formålet med spørgeskemaet var at fastlægge, hvilke præstationsmål regnskabsbrugerne lægger vægt på, når de læser børsnoterede selskabers ledelsesberetning. Spørgeskemaundersøgelsen henvender sig primært til private regnskabsbrugere, og vi forsøger hermed at indhente oplysninger om netop denne gruppe af regnskabsbrugeres anvendelse af og fokus på (justerede) præstationsmål.

Med udgangspunkt i oplysningerne fra besvarelserne har vi kunnet opgøre, hvilke præstationsmål regnskabsbruger finder relevante samt hvilke udfordringer de møder ved rapporteringen af justerede præstationsmål.

Det må imidlertid pointeres, at spørgeskemaundersøgelsen spiller en sekundær rolle, da den primært anvendes til at be- og afkræfte tendenser, vi på anden vis har identificeret.

2.2.1.3.2.1 Undersøgelsens design og gennemførelse

Undersøgelsen er udført som et onlinespørgeskema, som respondenterne udfyldte elektronisk via et link på nettet. Spørgeskemaet blev delt i Facebookgrupper med fokus på investering i aktier. For at øge antallet af respondenter og repræsentativiteten af undersøgelsen blev spørgeskemaet delt to gange.

Respondenterne er blevet spurgt ind til, hvilke hoved- og nøgletal de vægter højest i ledelsesberetningen samt deres holdning til justerede hoved- og nøgletal.

Vi har undersøgt følgende ved hjælp af vores onlinespørgeskema:

- Hvor højt regnskabsbruger vægter ledelsesberetningen i årsrapporten
- Hvor højt regnskabsbruger vægter udvalgte hoved- og nøgletal
- Hvilket resultat- og vækstsmål regnskabsbruger lægger mest vægt på
- Hvorvidt regnskabsbruger generelt finder justerede hoved- og nøgletal retvisende eller ej
- Hvorvidt regnskabsbruger har svært ved at identificere, hvad selskaberne justerer for, når de rapporterer justerede hoved- og nøgletal
- Hvorvidt regnskabsbruger har svært ved at afstemme de justerede hoved- og nøgletal til det nærmeste ikke-justerede hoved- eller nøgletal.

Dataindsamlingen fandt sted i perioden 9. marts 2019 til 19. marts 2019.

2.2.1.3.2.2 Kvaliteten af undersøgelsen

2.2.1.3.2.2.1 Reliabilitet

Det er forfatterens opfattelse, at spørgeskemaundersøgelsen besidder en høj grad af reliabilitet, da præmisserne for undersøgelsen er veldefinerede. Det er forfatterens overbevisning, at det vil være muligt for en tredjepart at gentage undersøgelsen, hvorfor undersøgelsen besidder en høj grad af stabilitet.

Spørgeskemaundersøgelsen blev foretaget via Survey Monkey, hvorfor besvarelsene blev indhentet automatisk. Det faktum, at undersøgelsen blev foretaget automatisk via en ekstern klient, medførte en øget adgang til indsamling af mere præcis data, da indsamlingen af dataet derved ikke udsættes for menneskelige fejl, hvilket kunne have været opstået ved en manuel indsamling. Brugen af den eksterne klient muliggjorde endvidere en direkte overførsel af resultaterne af undersøgelsen til Excel, hvor resultaterne blev analyseret.

2.2.1.3.2.2.2 Validitet

Undersøgelsens validitet afhænger i høj grad af udformningen af undersøgelsens spørgsmål, da validiteten vil blive kompromitteret, hvis spørgsmålene reelt set ikke adresserer den egenskab ved et fænomen, der ønskes undersøgt (Kristensen, 2019).

Denne spørgeskemaundersøgelse vil automatisk blive udfordret på validiteten, da den hovedsageligt undersøger respondenternes holdning til justerede hoved- og nøgletal, hvilket er et fænomen, som forsøges målt indirekte ved at konstruere indikatorer, der kan iagttages og måles (Kristensen, 2019). Spørgeskemaundersøgelsen bestod primært af lukkede spørgsmål og svarmuligheder, som respondenterne har kunnet vælge i mellem, hvormed svarene let har kunnet bearbejdes og analyseres statistisk. Spørgsmålene var udformet klart og entydigt, således at risikoen for fortolkning af spørgsmål og svar var minimal.

Som et yderligere led i opnåelsen af en så høj validitet som muligt blev spørgeskemaet delt med et par testpersoner, hvilket gav en indikation af, om spørgsmålene blev forstået på den måde, som de var tiltænkt af forfatterne. Validiteten af spørgeskemaundersøgelsen ville imidlertid have været højere, hvis enkelte anvendte begreber, såsom '*afstemning*' og '*special items*', var blevet defineret indledningsvist i spørgeskemaet. Vi ville således være sikre på, at respondenterne havde den forståelse af begreberne, som var tiltænkt, om end resultatet af undersøgelsen ikke indikerer, at respondenterne har misforstået de anvendte begreber.

Der er opnået besvarelser fra 32 regnskabsbrugere¹⁰, hvilket må konstateres at påvirke validitet af undersøgelsen negativt. Vi har i relation hertil måtte sande, at spørgeskemaet var meget omfangsrigt og til dels stillede høje krav til respondenternes faglighed, hvilket kan være grunden til, at vi ikke fik indsamlet flere end 32 besvarelser.

De relativt få svar vurderes dog ikke at påvirke afhandlingen i sin helhed, da spørgeskemaundersøgelsen, som nævnt, spiller en sekundær rolle. Vi modtog både svar fra professionelle og private regnskabsbrugere dog med en væsentlig overvægt af svar fra private regnskabsbrugere. Skulle repræsentativiteten af undersøgelsen være meget tilfredsstillende, skulle spørgeskemaet have været besvaret af endnu flere regnskabsbrugere.

Spørgeskemaundersøgelsen blev som tidligere anført delt i relevante Facebookgrupper, som forfatterne selv er medlemmer af, hvorfor vi var overbeviste om, at en væsentlig andel af medlemmerne indgik i vores målgruppe.

Overordnet set er det forfatternes overbevisning, at vores spørgeskemaundersøgelse besidder en tilstrækkelig grad af reliabilitet og validitet, hvorfor undersøgelsens empirisk funderede indikatorer repræsenterer regnskabsbrugers holdning til børsnoterede selskabers rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen.

¹⁰ Bilag 1.

2.2.1.4 Kvalitativ dataindsamling

2.2.1.4.1 Interview med professionelle regnskabsbrugere

Der er som supplement til vores analyse af rapporteringskvaliteten af justerede præstationsmål foretaget to interviews med professionelle regnskabsbrugere (aktieanalytikere). Inddragelsen af interviewformen i afhandlingen skyldes et ønske om at inkludere professionelle regnskabsbrugeres synspunkt og dermed supplere og nuancere spørgeskemaundersøgelsens markante overvægt af private regnskabsbrugere. Endvidere havde vi et ønske om at opnå indsigt i aktieanalytikeres anvendelse af de justerede præstationsmål, som rapporteres i ledelsesberetningen, i relation til deres profession. Interviewformen blev ligeledes valgt, fordi den gav mulighed for uddybning af informanternes svar, hvilket medvirkede til en øget forståelse af deres anvendelse og syn på justerede præstationsmål.

Tabel 1.1: Oplysninger om informanter			
Navn	Stilling	Erfaring	Andet
Niels Granholm-Leth	Head of Equity Research, Carnegie Investment Bank	23 år	Formand for finansforeningens regnskabsudvalg, medlem af dommerkomitéen på PwC's Regnskabspris, medlem af dommerkomitéen på Dansk Erhvervs CSR-pris
Mark Christoffer Jessen	Portfolio Manager, Danish Equities, ATP	3 år	N/A

2.2.1.4.1.1 Undersøgelsens design og gennemførelse

Det ene interview blev foretaget som et personligt interview og havde en varighed af ca. 1 time. Det andet interview blev foretaget som et telefoninterview, grundet informantens pressede arbejdskalender, og havde en varighed af ca. 30 minutter. Begge interviews blev afholdt som delvist strukturerede interviews, der typisk kræver en vis teoretisk og praktisk forhåndsviden af interviewer, men samtidig åbner op for nye synsvinkler og informationer, som interviewede eventuelt kunne fremkomme med (Andersen, 2013). Det delvist strukturerede interview gav tillige mulighed for en vis sammenligning på tværs af interviews, da der på forhånd blev udarbejdet en interviewguide, som begge interviews tog udgangspunkt i. Det kan dog ses af bilag 3 og 4, at spørgsmålene til informanterne i nogen grad afviger fra hinanden og ikke stilles i samme rækkefølge, da spørgsmålene blev stillet i den forbindelse, de passede ind i, hvad informanterne udtalte sig om under interviewet.

Der blev under begge interviews stillet både åbne og lukkede spørgsmål. Sidstnævnte teknik blev anvendt til at be- eller afkræftet hypoteser om kvaliteten af de justerede præstationsmål, som forfatterne havde gjort sig under udarbejdelsen af undersøgelsen. De lukkede spørgsmål fungerede endvidere som en måde, hvorpå vi havde mulighed for at indsamle analytikernes helt konkrete holdning til de justerede præstationsmåls opfyldelse af kvalitetskravene, hvilket således i højere grad muliggjorde en sammenligning af informanternes holdning til emnet.

Af bilag 3 og 4 fremgår begge interviews i transskriberet format.

2.2.1.4.1.2 Kvaliteten af undersøgelsen

For at kunne anse informanternes besvarelser og dermed undersøgelsens reliabilitet som høj, kræver det, at disse har de fornødne kompetencer til at udtale sig om de undersøgte fænomener. Det vurderes, at informanterne med baggrunde som aktieanalytikere i høj grad besidder de fornødne kompetencer.

Niels Granholm-Leth blev udvalgt som den første informant grundet hans formandskab for Finansforeningens Regnskabsudvalg og hans mange års erfaring som aktieanalytiker, hvormed han utvivlsomt besidder et dybdegående kendskab til afhandlingens emne.

For at øge repræsentativiteten og nuanceringsgraden af undersøgelsen, komplementerede vi interviewet med Niels Granholm-Leth med et interview med den mindre erfarne aktieanalytiker, Mark Christoffer Jessen fra ATP. Det er forfatterens overbevisning, at denne beslutning ultimativt påvirkede undersøgelsens validitet i positiv retning, da vi inddrog to aktieanalytikere med forskellige baggrunde i undersøgelsen.

Hvis kvaliteten skulle have været øget yderligere, skulle vi have inddraget flere informanter. Uagtet af denne pointe anses kvaliteten af undersøgelsen for at være tilfredsstillende.

2.2.2 Sekundær empiri

Afhandlingen gør, foruden den primære empiri, brug af sekundær empiri, som hovedsageligt består af IASBs begrebsramme og internationale regnskabsstandards (IFRS); national regnskabsregulering; ESMA's retningslinjer for alternative præstationsmål; lærebøger, som blandt andet anvendes på cand.merc.aud.-studiet på CBS; publikationer af anerkendte organisationer; velkendte og troværdige hjemmesider. Den sekundære empiri anvendes primært til identifikation og fortolkning af kvalitetskravene.

Herudover benyttes udenlandsk forskning på området til at understøtte resultaterne af vores undersøgelse samt til at belyse andre aspekter af rapporteringen af justerede præstationsmål. Der er udelukkende refereret til udenlandsk forskning, som er udarbejdet af anerkendte forskere på området.

Informationssøgningen foregik til og med 10. maj 2019.

2.2.2.1 Kvaliteten af den sekundære empiri

Kvaliteten af den sekundære empiri anses at være tilfredsstillende, da der er anvendt bøger og publikationer udarbejdet af kendte organisationer og fageksperter samt veldokumenteret forskning af anerkendte udenlandske forskere på området.

Kapitel 3 – Rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen

For relevansen af afhandlingen anses det for nødvendigt at fastlægge, hvilke hoved- og nøgletal de omfattede selskaber rapporterer i ledelsesberetningen samt i hvor høj grad de enkelte præstationsmål præsenteres i en justeret udgave, og hvad justeringerne omfatter. Dette besvares gennem underspørgsmålet:

Hvilke præstationsmål rapporterer selskaberne i ledelsesberetningen?

Endvidere skaber afsnittet et overblik over, hvilke primære resultat- og vækstsmål selskaberne arbejder med.

3.1 Rapportering af hovedtal i ledelsesberetningen

Tabel 3.1: Rapportering af hovedtal i ledelsesberetningen						
Hovedkategori	Hovedtal		Heraf justeret		GAAP	Non-GAAP
	Antal	Andel	Antal	Andel	Andel	Andel
Cash flows	74	33%	20	27%	49%	51%
EBIT	30	13%	9	30%	0%	100%
EBITA	3	1%	2	67%	0%	100%
EBITDA	20	9%	7	35%	0%	100%
EBT	4	2%	0	0%	0%	100%
Gross profit	15	7%	2	13%	0%	100%
Net profit	45	20%	13	29%	82%	18%
Revenue	21	9%	1	5%	95%	5%
Share of profit in associates and joint ventures	6	3%	0	0%	100%	0%
Other	6	3%	2	33%	0%	100%
I alt	224	100%	56	25%	44%	56%

Tabel 3.1 viser de rapporterede hovedtal fordelt på de overordnede kategorier af hovedtal. Den første kolonne viser, hvilke slags omsætnings-, resultat- samt pengestrømsrelaterede hovedtal, selskaberne rapporterer. Den anden kolonne viser antallet af registrerede hovedtal inden for de enkelte kategorier af hovedtal samt den procentvise andel af det samlede antal registrerede omsætnings-, resultat- samt pengestrømsrelaterede hovedtal. Den tredje kolonne viser antallet af justerede¹ hovedtal i den enkelte kategori af hovedtal samt hvor stor andel af denne kategori, der er justeret. Den sidste kolonne viser fordelingen af hhv. GAAP og non-GAAP præstationsmål for den enkelte kategori og samlet for alle registrerede hovedtal.

I vores undersøgelse af C25-selskabernes rapportering af omsætnings-, resultat- samt pengestrømsrelaterede hovedtal i ledelsesberetningen finder vi 224 hovedtal fordelt på 10 forskellige overordnede kategorier. Ud af de 224 hovedtal har vi registreret 56 som værende justeret. Ud af samtlige indsamlede hovedtal er hvert fjerde hovedtal således justeret fra sin oprindelige definition. Endvidere viser vores dataindsamling, at over halvdelen af de omsætnings-, resultat- samt pengestrømsrelaterede hovedtal, der rapporteres i ledelsesberetningen, ikke er defineret eller specificeret i IFRS, hvorfor disse betragtes som 'non-GAAP' og alternative præstationsmål.

Revenue (omsætning)

'Omsætning' er rapporteret 20 gange af de 19 selskaber, hvilket svarer til ca. 10 % af samtlige registrerede hovedtal.

I ét tilfælde har vi registreret, at 'Omsætning' er præsenteret i en justeret form, hvorfor omsætning præsenteres justeret i ledelsesberetningen i under 5 % af tilfældene.

EBITA

'EBITA' er rapporteret tre gange, hvorfor 'EBITA' kun udgør lige over 1 % af alle de indsamlede hovedtal. Værd at bemærke er, at to ud af de tre gange, hvor 'EBITA' præsenteres i ledelsesberetningen, sker det i en justeret form.

EBITDA

'EBITDA' er rapporteret 20 gange, hvilket svarer til knap 9 % af samtlige registrerede hovedtal. Ud over den grundlæggende definition af 'EBITDA' (65 %) rapporteres seks unikke udgaver af 'EBITDA', herunder 'EBITDA before special items' (10 %), 'EBITDA before other items' (5 %), 'EBITDA before special non-recurring items' (5 %), 'Proforma adjusted EBITDA' (5 %), 'Operational EBITDA' (5 %) samt 'Underlying EBITDA' (5 %).

I 35 % af tilfældene rapporteres 'EBITDA' i en justeret form i ledelsesberetningen, hvor 'EBITDA before special items' er den hyppigst rapporterede justerede udgave af 'EBITDA'.

EBIT

'EBIT' rapporteres 31 gange, hvorfor 'EBIT' udgør knap 14 % af samtlige registrerede hovedtal, der rapporteres i ledelsesberetningen. De børsnoterede selskaber rapporterer fem forskellige udgaver af 'EBIT', herunder 'EBIT' (73 %), 'EBIT before other items' (7 %), 'EBIT before special items' (13 %), 'Operational EBIT' (3 %) samt 'Underlying EBIT' (3 %). Endvidere er der ét selskab, som bruger betegnelsen 'EBIT', men hvor der reelt er tale om 'EBIT before restructuring cost'.

Ti gange har vi registreret 'EBIT' som værende justeret, hvilket svarer til, at næsten hver tredje gang 'EBIT' rapporteres i ledelsesberetningen er det justeret.

EBT (Resultat før skat)

'Resultat før skat' rapporteres fire gange, hvorfor resultat før skat udgør knap 2 % af samtlige registrerede hovedtal.

Der er ikke registreret nogen justerede udgaver af resultat før skat.

Gross profit (Bruttoresultat)

'Bruttoresultat' er rapporteret 15 gange, hvilket svarer til knap 7 % af samtlige rapporterede hovedtal. Ud over den grundlæggende definition af 'Bruttoresultat' (87 %) præsenteres

'Bruttoresultat' ligeledes to gange i en justeret udgave, hvorfor bruttoresultatet er justeret i ca. 13 % af tilfældene.

Net profit (Resultat efter skat)

'Resultat efter skat' er det hyppigst rapporterede hovedtal, da det rapporteres 45 gange svarende til over 20 % af samtlige registrerede hovedtal. Der rapporteres seks forskellige udgaver af 'Resultat efter skat', herunder 'Net profit' (71 %), 'Net profit, continuing operations' (9 %), 'Net profit, discontinuing operations' (11 %), 'Adjusted net profit' (4 %), 'Net profit before special items after tax' (2 %) samt 'Underlying profit' (2 %).

13 ud af de 45 gange 'Resultat efter skat' rapporteres i ledelsesberetningen, er præstationsmålet præsenteret i en justeret udgave, hvorfor 'Resultat før skat' er justeret i knap 30 % af tilfældene. Det skal pointeres, at i ni af tilfældene er 'Resultat efter skat' justeret for henholdsvis fortsættende og ophørende aktiviteter, hvor præsentation af 'Resultat efter skat fra ophørende aktiviteter' er påkrævet i de internationale regnskabsstandarder, jf. IFRS 5.33.

Share of profit in associates and joint ventures (Andel af årets resultat i associerede selskaber)

'Andel af resultat i associerede selskaber' rapporteres seks gange, hvilket svarer til knap 3 % af samtlige registrerede hovedtal.

Vi har ikke registreret tilfælde, hvor dette hovedtal har været justeret.

Cash flows (Pengestrømme)

Pengestrømsrelaterede hovedtal rapporteres i alt 74 gange, hvilket svarer til 33 % af alle de indsamlede hovedtal. De pengestrømsrelaterede hovedtal fordeler sig på henholdsvis: 'Fri pengestrømme', 'Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter', 'Pengestrømme fra investeringsaktiviteter' samt 'Pengestrømme fra driftsaktiviteter'.

Vi har registreret, at pengestrømme i 20 tilfælde har været præsenteret i en justeret form, hvilket svarer til 27 % af de rapporterede pengestrømsrelaterede hovedtal.

Other (Andre hovedtal)

Vi har registreret seks hovedtal, som ikke kan placeres under nogen af de andre kategorier af hovedtal, hvorfor disse er grupperet under betegnelsen 'Other'. Andre hovedtal udgøres primært af 'Order backlog' og 'Order intake'.

Hvert tredje hovedtal i denne kategori er justeret, hvor samtlige tilfælde relaterer sig til ophørende aktiviteter.

3.2 Rapportering af nøgletal i ledelsesberetningen

Tabel 3.2: Rapportering af nøgletal i ledelsesberetningen

Hovedkategori	Nøgletal		Heraf justeret		GAAP	Non-GAAP
	Antal	Andel	Antal	Andel	Andel	Andel
Aktierelaterede nøgletal	104	29%	8	8%	30%	70%
Arbejdskapitalnøgletal	6	2%	0	0%	0%	100%
Børsrelaterede nøgletal	24	7%	0	0%	0%	100%
Kursrelaterede nøgletal	14	4%	0	0%	0%	100%
Marginnøgletal	65	18%	17	26%	6%	94%
Rentabilitetsnøgletal	34	9%	9	26%	0%	100%
Risikonøgletal	35	10%	5	14%	0%	100%
Vækstnøgletal	59	16%	16	27%	32%	68%
Andre	21	6%	0	0%	0%	100%
I alt	362	100%	55	15%	15%	85%

***Tabel 3.2** viser de rapporterede nøgletal fordelt på typen af nøgletallet opgjort på baggrund af Finansforeningens 'Anbefalinger & nøgletal'. Den første kolonne viser hvilke typer af nøgletal, selskaberne rapporterer. Den anden kolonne viser antallet af rapporterede nøgletal inden for de enkelte kategorier af nøgletal samt den procentvise andel af det samlede antal registrerede nøgletal. Den tredje kolonne viser antallet af justerede nøgletal inden for den enkelte kategori af nøgletal samt hvor stor andel af denne kategori, der er justeret. Den sidste kolonne viser fordelingen af hhv. GAAP og non-GAAP præstationsmål for den enkelte kategori og samlet for alle registrerede nøgletal.*

I vores undersøgelse af C25-selskabernes rapportering af nøgletal i ledelsesberetningen finder vi 362 nøgletal fordelt på 10 forskellige kategorier. Ud af de 362 nøgletal har vi registreret 55, som værende justeret i forhold til den definition, som Finansforeningen giver i 'Anbefalinger & Nøgletal 2015'. Ud af samtlige indsamlede nøgletal udgør ca. 15 % justerede nøgletal. Ses der blot på margin-, rentabilitets-, risiko- samt vækstnøgletal er, andelen næsten 25 %. Slutteligt viser vores dataindsamling, at 85 % af de nøgletal, der rapporteres i ledelsesberetningen, ikke defineres eller specificeres i de internationale regnskabsstandarder (IFRS), hvorfor disse betragtes som 'non-GAAP' præstationsmål.

De oftest anvendte typer nøgletal er aktierelaterede nøgletal og marginnøgletal, som tilsammen udgør knap halvdelen af alle rapporterede nøgletal i ledelsesberetningen.

Aktierelaterede nøgletal

I overensstemmelse med Finansforeningens 'Anbefalinger og Nøgletal 2015' anses aktierelaterede nøgletal i denne afhandling som nøgletal, der relaterer sig til antallet af udstedte aktier.

Vi har registreret 104 nøgletal, der falder ind under kategorien 'Aktierelaterede nøgletal', hvilket svarer til 29 % af samtlige indsamlede nøgletal, hvorfor aktierelaterede nøgletal er de hyppigst

anvendte nøgletal af C25-selskaberne. De aktierelaterede nøgletal består af 24 unikke nøgletal, herunder primært afskygninger af 'Earnings per share' (34 %), afskygninger af 'Number of shares' (19 %), 'Dividend per share' (13 %) samt 'Total payout ratio' (12 %).

Ud af de 104 aktierelaterede nøgletal er otte af disse registeret som justerede, hvilket svarer til knap 8 %. De otte justeringer er udelukkende foretaget på nøgletallet 'Earnings per share', hvorfor de resterende aktierelaterede nøgletal ikke præsenteres i en justeret form.

Arbejdskapitalnøgletal

Arbejdskapitalnøgletal kan give et indblik i et selskabs underliggende driftseffektivitet og kan således fortælle, om et selskab har bundet megen kapital, som således ikke kan anvendes til at nedbringe eventuel gæld. Arbejdskapitalnøgletal er således relevante, hvis det ønskes at følge udviklingen i arbejdskapitalen (Finansforeningen, 2015).

Vi har registreret seks nøgletal, der falder ind under kategorien 'Arbejdskapitalnøgletal', hvilket svarer til knap 2 % af det samlede antal nøgletal, der rapporteres i ledelsesberetningen. Arbejdskapitalnøgletallene udgøres primært af 'Net working capital to revenue', som er registreret tre gange.

Ingen af de omfattede selskaber justerer arbejdskapitalnøgletal i ledelsesberetningen.

Børsrelaterede nøgletal

I overensstemmelse med Finansforeningens 'Anbefalinger og Nøgletal 2015' anses børsrelaterede nøgletal i denne afhandling som: aktiekurs, børsværdi samt selskabets værdi på gældsfri basis (enterprise value).

Vi har registreret 24 nøgletal, som er børsrelateret, hvilket svarer til ca. 7 % af alle de rapporterede nøgletal i ledelsesberetningen. De 24 rapporterede børsrelaterede nøgletal udgøres af tre unikke nøgletal, herunder 'Share price' (63 %), 'Market capitalisation' (30 %) samt 'Share capital' (8 %).

Vi har ikke registreret nogen justerede børsrelaterede nøgletal.

Kursrelaterede nøgletal

I overensstemmelse med Finansforeningens 'Anbefalinger og Nøgletal 2015' anses aktierelaterede nøgletal i denne afhandling som nøgletal, hvor et givent præstationsmål sættes i forhold til børskursen.

Vi har registreret 14 nøgletal, der falder ind under kategorien 'Kursrelaterede nøgletal', hvilket svarer til knap 4 % af alle de rapporterede nøgletal. De kursrelaterede nøgletal består af seks unikke nøgletal, hvoraf nøgletallene 'P/E' (29 %) og 'Dividend yield' (29 %) er hyppigst anvendt.

Vi har ikke registreret nogen justerede kursrelaterede nøgletal.

Marginnøgletal

I resultatopgørelsen er der flere niveauer af indtjeningsresultater, herunder fx brutto-, drifts- samt nettoresultat. Begrebet ”margin” anvendes i forbindelse med, at et indtjeningsresultat sættes i forhold til omsætningen. Andre beslægtede nøgletal er medtaget i opgørelsen af ’Marginnøgletal’. Marginnøgletal kan anvendes til at identificere udviklingstrends i selskabets indtjening (Finansforeningen, 2015).

Vi har registreret 65 nøgletal, der falder ind under kategorien ’Marginnøgletal’, hvilket svarer til 18 % af samtlige rapporterede nøgletal. De rapporterede marginnøgletal består af 17 unikke nøgletal, hvoraf fem udgøres af forskellige afskygninger af ’EBIT margin’. De hyppigst forekommende marginnøgletal er: ’EBIT margin’ (22 %), ’Gross margin’ (20 %), ’EBITDA margin’ (12 %) samt justerede udgaver af ’EBIT margin’ (11 %).

Vi har registreret 17 ud af de 65 marginnøgletal som værende justeret, hvilket svarer til, at selskaberne justerer over 26 % af de rapporterede marginnøgletal. Justeringerne foretages typisk på marginnøgletallene: ’EBIT margin’, ’EBITDA margin’ samt ’Gross margin’, hvoraf henholdsvis 33 %, 37 % samt 23 % af disse nøgletal rapporteres i en justeret form.

Det er endvidere værd at bemærke, at to ud af tre selskaber, der rapporterer ’EBITA margin’ i ledelsesberetningen, rapporterer nøgletallet i en justeret form.

Rentabilitetsnøgletal

Måling af selskabets rentabilitet er et vigtigt pejlemærke for dannelsen af fremtidige forventninger til selskabets økonomiske udvikling og afkastpotentiale for investorerne (Finansforeningen, 2015). Rentabilitetsnøgletallene udgøres typisk af nøgletal, hvor et givent præstationsmål sættes i forhold til den investerede kapital.

Vi har registreret 34 nøgletal, der falder ind under kategorien ’Rentabilitetsnøgletal’, hvilket svarer til knap 10 % af samtlige rapporterede nøgletal. Rentabilitetsnøgletallene består af otte unikke nøgletal, hvoraf størstedelen udgøres af forskellige afskygninger af ’ROIC’ (56 %) og ROCE (38 %).

Ud af de 34 rentabilitetsnøgletal har vi registreret ni som værende justeret, hvilket svarer til ca. 26 %. Samtlige ni justeringer er foretaget på nøgletallet ’ROIC’, hvormed næsten halvdelen af de gange ROIC rapporteres i ledelsesberetningen er i en justeret udgave.

Risikonøgletal

Risikonøgletal anvendes primært til at beregne et selskabs kapitalstruktur og nuværende risikoniveau og vurderes i relation til selskabets gælds niveau (Finansforeningen, 2015).

Vi har registreret 35 nøgletal, der falder ind under kategorien 'Risikonøgletal', hvilket svarer til knap 10 % af alle de indsamlede nøgletal. De rapporterede risikonøgletal består af ni unikke nøgletal, hvoraf 'NIBD/EBITDA' indgår i flere forskellige former. De hyppigst anvendte risikonøgletal er 'Equity ratio' (43 %) og 'Financial leverage' (37 %).

Ud af de 35 risikonøgletal har vi registreret fem nøgletal som værende rapporteret i en justeret form, hvilket svarer til, at ca. 14 % af risikonøgletallene præsenteres justeret i ledelsesberetningen. Fire ud af de fem justeringer er foretaget på nøgletallet 'NIBD/EBITDA', hvorfor dette nøgletal er justeret over 30 % af tilfældene.

Vækstnøgletal

Vækstnøgletal omfatter de nøgletal, der relaterer sig til den procentvise ændring i en specifik variabel inden for en specifik tidshorisont og kontekst (Investopedia, 2019).

Vi har registreret 59 nøgletal, der falder ind under kategorien 'Vækstnøgletal', hvilket svarer til ca. 16 % af samtlige registrerede nøgletal, hvorfor vækstnøgletal er de tredje hyppigst rapporterede nøgletal. Vækstnøgletallene udgøres af 16 unikke nøgletal, hvoraf omsætningsvækst indgår med fem forskellige udgaver. De hyppigst anvendte vækstnøgletal er: 'Revenue growth' (36 %), 'Organic revenue growth' (20 %) samt 'EBIT growth' (19 %).

Ud af de 59 vækstnøgletal har vi registreret 16 som værende justeret, hvilket svarer til, at over 27 % af vækstnøgletallene præsenteres justeret i ledelsesberetningen. Størstedelen af justeringerne fordeler sig på 'Omsætningsvækst', 'Organisk omsætningsvækst' og 'EBIT vækst'.

Andre nøgletal

Vi har registreret 21 nøgletal, som vi ikke har kunnet placere under nogen af kategorierne af nøgletal i Finansforeningens 'Anbefalinger & Nøgletal 2015'. Disse 'Andre' nøgletal udgør knap 6 % af alle de indsamlede nøgletal.

Ingen af de såkaldte "andre nøgletal" er registreret som værende justeret.

3.3 Rapportering af alternative præstationsmål i ledelsesberetningen

Samtlige selskaber præsenterer minimum ét non-GAAP præstationsmål, hvilket er i lighed med Isidro & Marques (2014), som finder, at størstedelen af selskaber i alle større europæiske lande rapporterer minimum ét non GAAP præstationsmål i årsrapporten.

Diagram 3.1: C25-selskabers rapportering af justerede præstationsmål

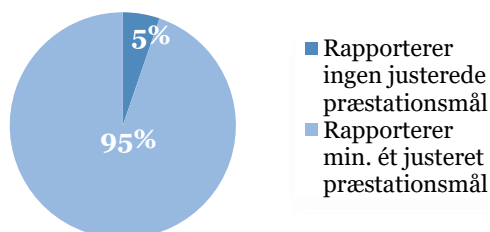


Diagram 3.1 viser fordelingen af selskaber, som hhv. rapporterer min. ét justeret præstationsmål og ingen justerede præstationsmål.

Diagram 3.2: Fordeling af justerede hovedtal

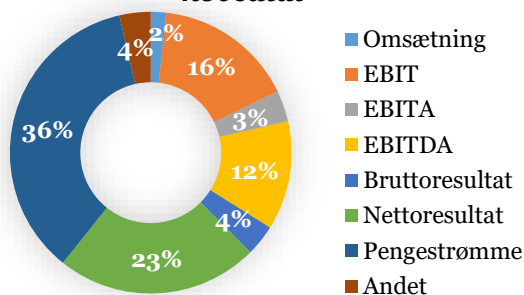


Diagram 3.2 viser, hvordan justeringerne fordeler sig på kategorierne af hovedtal. Kategorien 'Pengestrømme' omfatter pengestrømme fra investerings-, finansierings- og driftsaktiviteter samt frie pengestrømme. Kategorien 'Andet' omfatter hovedtallene 'Order backlog' og 'Order intake'.

som GAAP præstationsmål. Endvidere er det værd at bemærke, at justeringer foretaget på 'EBIT', 'EBITA' samt 'EBITDA' tilsammen udgør knap hver tredje registrerede justerede hovedtal.

Endvidere rapporterer alle selskaberne minimum ét non-GAAP resultatmål, hvor de hyppigst anvendte non-GAAP resultatmål er: 'EBIT', 'EBITDA', 'EBIT adjusted', 'EBITDA adjusted' samt 'Net profit adjusted'.

Som det illustreres af *diagram 3.1*, rapporterer 95 % af C25-selskaberne minimum ét justeret præstationsmål i ledelsesberetningen, hvilket svarer til 18 ud af 19 selskaber. Bavarian Nordic er det eneste selskab, som ikke rapporterer et eneste justeret præstationsmål. Andelen af C25-selskaber, der rapporterer justerede præstationsmål, er tilsvarende andelen blandt FTSE 100 selskaber i England, hvor 95 % rapporterer justerede præstationsmål (PwC UK, 2016).

Af de hovedtal, der præsenteres i en justeret udgave i ledelsesberetningen, udgør over hver tredje en justeret udgave af pengestrømme. Det er især de frie pengestrømme, som præsenteres i en justeret udgave.

Knap hver fjerde justering foretages på 'Resultat efter skat', men det skal pointeres, at fem af de registrerede justeringer relaterer sig til ophørende aktiviteter, som jævnfør IFRS skal oplyses, hvorfor disse fortsat betragtes

Diagram 3.3: Fordeling af justerede nøgletal

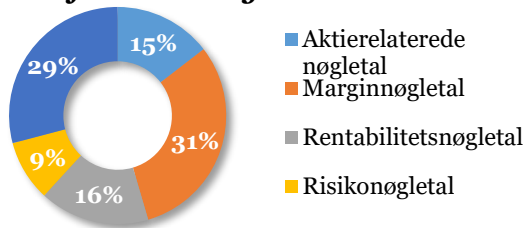


Diagram 3.3 viser, hvordan justeringerne fordeler sig på kategorierne af nøgletal.

Som det illustreres af *diagram 3.3*, består 29 % og 31 % af samtlige justerede nøgletal af henholdsvis justerede vækstnøgletal og marginnøgletal. Tilsvarende udgør vækstnøgletal og marginnøgletal tilsammen blot en tredjedel af alle rapporterede nøgletal, hvorfor disse i væsentlig højere grad præsenteres justeret i ledelsesberetningen end de resterende nøgletal.

3.4 Justeringer

Tabel 3.3: Oversigt over justeringer

Betegnelse	Hoved- og nøgletal		Hovedtal		Nøgletal	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Special items (o.l.)	39	35%	17	30%	22	40%
Discontinuing operations	14	13%	9	16%	5	9%
Acquisitions and divestments	12	11%	9	16%	3	5%
Continuing operations	8	7%	7	13%	1	2%
Uafklaret	7	6%	3	5%	4	7%
Currency effect	6	5%	0	0%	6	11%
Andet	5	5%	3	5%	2	4%
Goodwill	4	4%	0	0%	4	7%
Restructuring costs	4	4%	2	4%	2	4%
Amortisation and impairment of goodwill and customer relationships, costs related to share-based payments and special items	3	3%	1	2%	2	4%
Changed customer agreements	3	3%	1	2%	2	4%
Price fluctuations	2	2%	1	2%	1	2%
Acquisitions and payments in connection with lawsuit	1	1%	1	2%	0	0%
Discontinuing operations, gains/losses from sale of non-current assets, impairment losses, transaction and integration costs related to acquisitions	1	1%	1	2%	0	0%
Goodwill impairment and amortisation/impairment on brands and customer contracts	1	1%	1	2%	0	0%
Sales reduction	1	1%	0	0%	1	2%
I alt	111	100%	56	50%	55	50%

Tabel 3.3 viser samtlige justeringer af præstationsmål rapporteret i ledelsesberetningen. 'Betegnelse' angiver, hvad der er justeret for. 'Antal' angiver, hvor mange hoved- eller nøgletal, der er påvirket af justeringen. 'Andel' angiver, hvor stor en procentandel af alle justeringer den enkelte type af justering udgør.

De analyserede selskaber foretager mange forskellige justeringer af deres præstationsmål. Af *tabel 3.3* fremgår alle de justeringer, vi har registreret i vores indsamling. For selskaber, der foretager de samme eller tilnærmelsesvis samme justeringer, har vi grupperet disse.

Det er interessant, at over hver tredje justerede præstationsmål er justeret for såkaldte "Special items" eller lignende justeringer. Grupperingen 'Special items (o.l.)' omfatter justeringer, der i ledelsesberetningen betegnes som: 'Special items', 'Special non-recurring items', 'Non-recurring items', 'One-off items' samt 'Other items'. Ligeledes indgår 'Discontinuing operations' og 'Continuing operations' hyppigt som betegnelse for justeringer, hvilket hænger sammen med, at selskaber skal oplyse 'Resultat fra ophørende aktiviteter'. Dette kan tillige være et udtryk for, at de analyserede selskaber i højere grad anser præstationsmål baseret på fortsættende aktiviteter

for at give et mere retvisende billede af virksomheden end præstationsmål baseret på resultatet af både fortsættende og ophørende aktiviteter.

Endvidere er det bemærkelsesværdigt, at vi har identificeret syv justeringer svarende til 6 % af alle registrerede justeringer, som vi ikke har kunnet specificere indholdet af, hvorfor disse er grupperet som "Uafklaret".

3.4.1 Specificering af udvalgte justeringer

'Special items o.l.'

39 ud af de 111 foretagne justeringer betegnes som 'Special items' eller lignende. De 39 justeringer for 'Special items' eller lignende er foretaget af ni¹¹ forskellige selskaber.

Accounting policies

Special items are used in connection with the presentation of profit or loss for the year to distinguish consolidated operating profit from exceptional items, which by their nature are not related to the Group's ordinary operations or investment in future activities.

(Carlsberg, Årsrapport 2017, s. 82)

ACCOUNTING POLICIES

Special items comprise material amounts that cannot be attributed to recurring operations, such as Income and

(Chr. Hansen, Årsrapport 2017-2018, s. 76)

ACCOUNTING POLICY

Special non-recurring items consist of costs and income of a special nature in relation to the main activities of the continued activities, including gains and losses from acquisition and disposal of enterprises and activities.

(FLSmidth, Årsrapport 2017, s. 117)

De ni selskaber definerer 'Special items' bredt, men med en forholdsvis sammenlignelig og ensformig ordlyd. 'Specials items' defineres typisk i årsrapportens afsnit om regnskabspraksis som ekstraordinære poster, som af deres natur ikke er relateret til selskabets sædvanlige drift eller investeringer i fremtidige aktiviteter, og som ikke har karakter af at være tilbagevendende.

Udklippene illustrerer den relativt ensformige definition af 'Special items' i selskabernes årsrapport.

De ni selskaber, der anvender betegnelsen 'Special items' eller lignende, klassificerer seks forskellige typer af indtægter og omkostninger som såkaldte 'Special items' (tabel 3.4). Ingen af de seks forskellige typer af 'Special items' går igen i alle selskabernes definitioner af 'Special items'. Restruktureringsomkostninger er den hyppigst forekommende post i 'Special items', da denne klassificeres som værende "speciel" af syv ud af ni selskaber.

¹¹ Carlsberg A/S, Chr. Hansen A/S, Coloplast A/S, DSV A/S, FLSmidth A/S, ISS A/S, NKT A/S, Vestas Windsystems A/S, William Demant Holding A/S, Ørsted A/S.

Tabel 3.4: 'Special items o.l.'	Antal selskaber (9)
Restructuring costs	7
Gain/loss related to acquisitions and divestments of enterprises	5
Impairment costs	3
Gain/loss related to disposal of assets, entities and activities	3
Settlements and costs in connection with lawsuits	1
Termination benefits	1

***Tabel 3.4** viser en oversigt over, hvilke indtægter og omkostninger selskaberne karakteriserer som 'Special items'.*

For tre af de ni selskabers vedkommende omfatter 'Special items' nedskrivninger. Arten af nedskrivningsomkostningerne varierer fra selskab til selskab og omfatter blandt andet: nedskrivninger på brands og goodwill, nedskrivninger på materielle anlægsaktiver samt nedskrivninger i forbindelse med restruktureringer.

Ét enkelt selskab behandler henholdsvis forligsomkostninger og omkostninger i forbindelse med retssager samt fratrædelsesgodtgørelse til direktionsmedlemmer som 'Special items'.

Det kan generelt set konkluderes, at karakteristikaene af 'Special items' er selskabsspecifik, da betegnelsen omfatter vidt forskellige indtægter og omkostninger afhængigt af, hvilket selskab der lægges til grund for opgørelsen.

'Price fluctuations'

'Price fluctuations' omfatter to justeringer for udsving i metalpriser foretaget på henholdsvis omsætning og bruttoresultat.

'Restructuring costs'

Kategorien omfatter fire justeringer for restruktureringsomkostninger foretaget af et enkelt selskab. Om end det kun er ét selskab, der betegner deres justering som 'Restructuring costs', er restruktureringsomkostninger en af de hyppigste foretagne justeringer, da størstedelen af justeringer for 'Special items o.l.' inkluderer justeringer for restruktureringsomkostninger, jf. afsnittet om 'Special items o.l.'.

'Sales reductions'

Kategorien omfatter en enkelt justering af 'Organisk omsætningsvækst' for såkaldt 'Sales reductions', som det pågældende selskab ikke yderligere beskriver i årsrapporten. Det antages, at der er tale om justering for salgsrabatter.

'Changed customer agreements'

Et enkelt selskab justerer flere præstationsmål for ændringer i kundeaftaler.

'Uafklaret'

Kategorien 'Uafklaret' omfatter justeringer, hvor indholdet ikke har været muligt at identificere på baggrund af de oplysninger, der er præsenteret i de respektive årsrapporter. Det gør sig gældende for syv justerede præstationsmål, at informationsniveauet i årsrapporten ikke har været

tilstrækkeligt til at identificere, hvad justeringerne omfatter. William Demant står for tre af disse uigennemskuelige justeringer, da selskabet rapporterer henholdsvis 'Gross profit, adjusted', 'Gross profit margin, adjusted' samt 'Gross profit growth, adjusted', hvor en forklaring på justeringen intetsteds i årsrapporten er at finde.

I en lignende analyse af FTSE 100-selskaber blev 28 % af justeringerne kategoriseret som "uafklaret", fordi oplysningerne om justeringerne ikke var tilstrækkelige til at kunne kategorisere justeringerne (PwC UK, 2016). Vores undersøgelse indikerer således, at de danske selskaber er bedre til at beskrive de foretagne justeringer, end de engelske selskaber var, før ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures blev implementeret i England.

'Andet'

Kategorien 'Andet' omfatter blandt andet tre justeringer for investeringer i omsættelige værdipapirer. Kategorien omfatter tillige NKTs justering af nøgletallet 'Organisk omsætningsvækst'.

3.5 Primære resultat- og vækstmål

3.5.1 Rapportering af primære resultatmål

Vores undersøgelse af C25-selskabernes primære resultatmål¹⁵ viser, at langt størstedelen af selskaberne arbejder med 'EBIT' eller 'EBIT margin'. 'EBIT' og 'EBIT margin' udgør 70 % af alle selskabernes primære resultatmål. Udover 'EBIT' arbejder selskaberne med tre andre primære resultatmål, herunder 'EBITDA', 'EBITA' samt 'Resultat efter skat', som udgør henholdsvis 15 %, 10 % og 5 % af selskabernes primære resultatmål.

Alle selskaber arbejder med alternative (non-GAAP) primære resultatmål. 'Net profit' er det eneste registrerede primære resultatmål, som i

Diagram 3.4:
Primære resultatmål

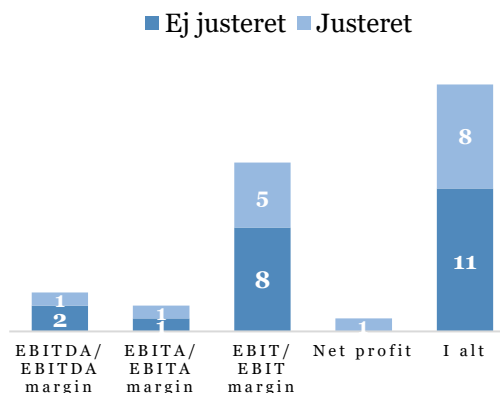


Diagram 3.4 viser, hvilke primære resultatmål de 19 C25-selskaber arbejder med samt hvorvidt disse er justeret eller ej.

¹⁵ Det resultatmål selskabet vægter højest. Det vil sige, det præstationsmål selskabet grafisk og narrativt fremhæver mest i ledelsesberetningen.

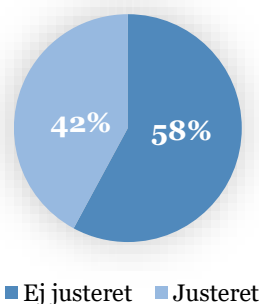


Diagram 3.5 viser fordelingen af hhv. justerede og ikke-justerede primære resultatmål.

udgangspunktet er et GAAP præstationsmål. Det skyldes, at 'Profit or loss' er specificeret i IAS 1.81A. Vi har imidlertid registreret 'Net profit', som præsenteres i en justeret udgave ('Underlying profit'), hvorfor der er tale om et non-GAAP præstationsmål. 'Underlying profit' er ikke defineret eller specificeret i de internationale regnskabsstandarder, hvorfor samtlige rapporterede primære resultatmål således er alternative præstationsmål.

Som det fremgår af *diagram 3.5*, arbejder 58 % af C25-selskaberne med et primært resultatmål, som ikke justeres. Således arbejder 42 % med et justeret primært resultatmål.

Otte selskaber arbejder med et justeret primært resultatmål, hvoraf syv af disse er unikke. Carlsberg og DSV arbejder begge med 'EBIT before special items', som deres primære resultatmål. Herudover arbejder de seks andre selskaber med forskellige resultatmål og/eller betegnelser for de justeringer, de foretager på deres primære resultatmål.

3.5.1.1 Specificering af justerede resultatmål

'Operational EBITDA'

NKT arbejder med 'Operational EBITDA', som sit primære resultatmål. 'Operational EBITDA' adskiller sig fra EBITDA ved at være justeret for omkostninger, der af selskabet betegnes som "One-off items". Selskabet oplyser, at "One-off items" består af: omkostninger relateret til integration af opkøb, transaktionsomkostninger i relation til opkøb, omkostninger i relation til spaltningen fra Nilfisk samt omkostninger i forbindelse med andre strategiske initiativer.

'EBITA excl. gain (loss) on divestments'

GN Store Nord arbejder med 'EBITA excl. gain (loss) on divestments', som sit primære resultatmål. Deres primære resultatmål adskiller sig fra 'EBITA' ved at være justeret for omkostninger og indtægter i forbindelse med frasalg.

'EBIT before special items' og 'EBIT margin before special items'

Carlsberg, DSV og Chr. Hansen arbejder med hhv. 'EBIT before special items' og 'EBIT margin before special items' som deres primære resultatmål. Deres primære resultatmål adskiller sig fra henholdsvis 'EBIT' og 'EBIT margin' ved at være justeret for såkaldte 'Special items'. 'Special items' beskrives som indtægter og omkostninger, der af sin natur er specielle i forhold til

omsætningsgenererende driftsaktiviteter og som ikke kan relateres direkte til selskabets normale driftsaktiviteter. Endvidere omfatter 'Special items' også signifikante ikke-tilbagevendende poster¹⁶.

For alle tre selskaber gør det sig gældende, at 'Special items' omfatter restruktureringsomkostninger. For to af selskaberne omfatter 'Special items' tillige: gevinst og tab i forbindelse med salg af aktiver og aktiviteter, opkøb og frasalg virksomheder samt nedskrivninger. For ét selskab omfatter 'Special items' ydermere fratrædelsesgodtgørelser.

'EBIT before other items'

ISS arbejder med 'EBIT before other items' som sit primære resultatmål. Deres primære resultatmål adskiller sig fra 'EBIT' ved at være justeret for såkaldte 'Other items'. 'Other items' omfatter tab ved frasalg samt restruktureringsomkostninger.

'EBIT (before restructuring costs)'

William Demant arbejder med 'EBIT before restructuring costs' som sit primære resultatmål. Deres primære resultatmål adskiller sig fra 'EBIT', da det er justeret for restruktureringsomkostninger.

'Underlying profit'

A.P. Møller-Mærsk arbejder med 'Underlying profit' som sit primære resultatmål. Deres resultatmål afviger fra 'Årets resultat' ved at være justeret for: nettogevinst eller -tab fra salg af anlægsaktiver, transaktions- og integrationsomkostninger relateret til opkøb samt nedskrivninger.

¹⁶ Carlsberg A/S' Årsrapport 2017, s. 81.

3.5.2 Rapportering af primære vækstsmål

C25-selskaberne rapporterer relativt flere forskellige primære vækstsmål, end de rapporterer forskellige primære resultatmål (*diagram 3.6*). Vi har registreret, at otte af selskaberne arbejder med 'Organisk omsætningsvækst', hvilket gør det til det hyppigst anvendte primære vækstsmål. Dernæst arbejder seks selskaber med 'Omsætningsvækst', som deres primære vækstsmål, hvorfor selskaber, der arbejder med enten 'Omsætningsvækst' eller 'Organisk omsætningsvækst', udgør 70 % af samtlige primære vækstsmål. Herudover rapporterer selskaberne følgende andre primære vækstsmål: 'EBITDA vækst', 'EBIT vækst', 'Organisk EBIT vækst' samt 'Vækst i ordreindtag'.

Diagram 3.6: Primære vækstsmål

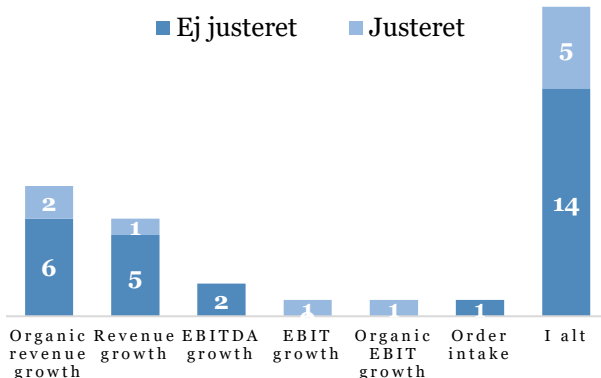


Diagram 3.6 viser hvilke primære vækstsmål de 19 C25-selskaber arbejder med samt hvorvidt disse er justeret eller ej.

15 ud af de 19 selskaber arbejder med primære vækstsmål, som er non-GAAP præstationsmål, det vil sige vækstsmål, der ikke er defineret eller specificeret i de internationale regnskabsstandarder¹⁷. De fem selskaber, der arbejder med vækstmålet 'Omsætningsvækst', arbejder således med et GAAP præstationsmål, da 'Omsætningsvækst' er afledt af 'Omsætning', som fremgår af IAS 1.

Hvert fjerde selskab arbejder med et primært vækstsmål, som præsenteres justeret i ledelsesberetningen (*diagram 3.7*). De resterende 74 % af selskaberne rapporterer et primært vækstsmål, som ikke er justeret. For to selskaber gør det sig gældende, at disse ikke fremhæver vækstsmål, hvorfor det har været vanskeligt at identificere deres primære vækstsmål. Hvis der ses bort fra disse to selskaber, er der 5 ud af 17 C25-selskaber, som justerer sit primære vækstsmål, hvilket svarer til 28 %.

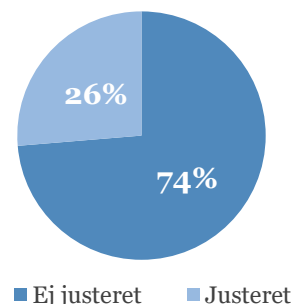


Diagram 3.7 viser fordelingen af hhv. justerede og ikke-justerede primære vækstsmål rapporteret i de udvalgte børsnoterede selskabers ledelsesberetning.

¹⁷ Se eventuelt 'Definitioner' s. 2

3.5.2.1 Specificering af justerede vækstmål

'Organic revenue growth'

Finansforeningen (2015) definerer organisk omsætningsvækst som følgende:

*"Den organiske omsætningstilvækst er et udtryk for et selskabs interne vækst, som er skabt ved eksempelvis en produktionsudvidelse, indtrængning på nye markeder eller udvikling af nye produkter, men **ikke** ved **opkøb/frasalg** eller fusion med andre selskaber [...]".*
- Forfatternes egne fremhævelser

NKT A/S arbejder med 'Organisk omsætningsvækst' som deres primære vækstmål, men inkluderer opkøbet af ABB HV Cables i opgørelsen, hvorfor vækstmålet anses som justeret.

Chr. Hansen A/S arbejder ligeledes med 'Organisk omsætningsvækst' som deres primære vækstmål. Chr. Hansen definerer 'Organic growth' som:

*"Increase in revenue adjusted for **sales reductions**, acquisitions and divestments, and measured in local currencies"*
- Forfatternes egne fremhævelser.
(Chr. Hansen A/S, Årsrapport 2017-2018, s. 66)

Chr. Hansens definition af 'Organisk omsætningsvækst' adskiller sig således fra Finansforenings definition, da de yderligere justerer omsætningsvæksten for såkaldt 'sales reduction'.

'Revenue growth – continuing operations'

A.P. Møller Mærsk arbejder med omsætningsvækst for fortsættende aktiviteter som deres primære vækstmål. 'Omsætningsvækst' er som udgangspunkt et 'GAAP' præstationsmål, da nøgletallet beregnes på baggrund af omsætning, som er et 'GAAP' præstationsmål.

$$\text{Omsætningsvækst} = \frac{\text{Omsætning år 1} - \text{omsætning år 0}}{\text{Omsætning år 0}}$$

A.P. Møller-Mærsk præsenterer dog deres omsætningsvækst udelukkende for de fortsættende aktiviteter, det vil sige justeret for ophørende aktiviteter, hvorfor de fraviger definitionen og rapporterer et vækstmål, der kan betragtes som et alternativt præstationsmål.

'Organic EBIT growth before special items'

Carlsberg arbejder med 'Organisk EBIT vækst' før 'Special items' som deres primære vækstmål. Deres primære vækstmål adskiller sig væsentligt fra definitionen af 'Organisk EBIT vækst' ved at være justeret for 'Special items'.

'EBIT growth before special items'

DSV arbejder med 'EBIT vækst før special items' som deres primære vækstmål. Deres primære vækstmål adskiller sig fra definitionen af 'EBIT vækst' ved at være justeret for 'Special items'.

3.6 Oversigt over rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen

Det kan overordnet siges, at de præstationsmål, C25-selskaberne lægger mest vægt på i ledelsesberetningen, i højere grad er justeret end de præstationsmål, selskaberne ikke lægger vægt på i ledelsesberetningen. Som det fremgår af *tabel 3.5*, er andelen af justerede præstationsmål 19 % for samtlige registrerede præstationsmål, hvilket stiger til 30 %, 42 % og 29 % for henholdsvis de fremhævede præstationsmål, de primære resultatmål samt de primære vækstmål.

Tabel 3.5: Oversigt over rapportering af præstationsmål								
Præstationsmål	Alle		Fremhævet		Primære resultatmål		Primære vækstmål	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Justeret	111	19%	28	30%	8	42%	5	29%
Ej justeret	475	81%	66	70%	11	58%	12	71%
I alt	586	100%	94	100%	19	100%	17	100%
GAAP	152	26%	22	23%	0	0%	4	24%
Non-GAAP	434	74%	72	77%	19	100%	13	76%
I alt	586	100%	94	100%	19	100%	17	100%

Tabel 3.5 viser fordelingen af justerede, ej justerede, GAAP samt non-GAAP præstationsmål på henholdsvis alle rapporterede præstationsmål, fremhævede præstationsmål, primære resultatmål samt primære vækstmål.

3.7 Delkonklusion

Det kan på baggrund af den foretagne analyse af C25-selskabernes ledelsesberetning konkluderes, at der rapporteres adskillige forskellige præstationsmål. De hyppigst rapporterede hovedtal er 'Resultat efter skat' og pengestrømsrelaterede hovedtal, medens de hyppigst rapporterede nøgletal er 'Aktierelaterede nøgletal'.

Hovedtallene udgøres af marginalt flere non-GAAP præstationsmål relativt til GAAP præstationsmål, hvorimod hele 85 % af nøgletallene er non-GAAP præstationsmål. 25 % af de rapporterede hovedtal præsenteres i en justeret udgave i ledelsesberetningen, imens andelen er

15 % for de registrerede nøgletal. Alle på nær et enkelt selskab rapporterer minimum ét justeret præstationsmål i ledelsesberetningen, hvorimod samtlige selskaber rapporterer både GAAP og non-GAAP præstationsmål i ledelsesberetningen.

Analysen viste, at 35 % af de justerede præstationsmål er justeret for 'Special items' og lignende, hvorfor denne justering er den klart mest anvendte blandt C25-selskaberne. Hvad der skal forstås ved 'Special items', er selskabsspecifikt, men ofte inkluderer det justeringer for restruktureringsomkostninger og tab/gevinst på frasalg/opkøb af virksomheder.

Ydermere viste vores analyse, at C25-selskaberne oftest arbejder med 'EBIT' og/eller 'EBIT margin' som deres primære resultatmål samt at de primære resultatmål i hele 42 % af tilfældene var præsenteret i justeret udgave i ledelsesberetningen. Tilsvarende var blot 26 % af selskabernes primære vækstsmål præsenteret i en justeret udgave i ledelsesberetningen, hvor omsætningsvækst og organisk omsætningsvækst tilsammen blev fremhævet af 14 af de 19 omfattede selskaber.

Kapitel 4 – Teoretisk ramme for rapporteringen af alternative præstationsmål

I det foregående kapital undersøgte vi i hvilket omfang, C25-selskaberne anvendte alternative præstationsmål herunder justerede præstationsmål. Undersøgelsen viser, at selskaberne anvender alternative præstationsmål i vid udstrækning samt at præstationsmålene præsenteres i mange udgaver.

Ved hjælp af en litteraturgennemgang ønskes det belyst, hvilke bevæggrundene der kan ligge til grund for rapportering af alternative præstationsmål. Til at undersøge dette anvendes følgende underspørgsmål:

Hvilke fordele og ulemper er der forbundet med rapporteringen af alternative præstationsmål i de børsnoterede virksomheder?

4.1 Anvendelsen af alternative præstationsmål som indikator for finansiell performance

Begrebet *alternative præstationsmål* dækker over en bred vifte af betegnelser, herunder ‘Pro Forma Earnings’, ‘Non-GAAP’ præstationsmål, ‘Non-Statutory’ præstationsmål og ‘Street Earnings’ (Bhattacharya N. , Black, Christensen, & Larson, 2003; Black, Christensen, Joo, & Schardebeck, 2017; Bradshaw & Sloan, 2002). Anvendelsen af alternative præstationsmål muliggør brugen af præstationsmål, der af selskabets opfattelse er mere retvisende for selskabets finansielle præstation end det tilsvarende GAAP præstationsmål (Grossmann, 2007).

4.1.1 Hvad er finansiell præstation?

Anvendelsen af alternative præstationsmål er afledt af et overordnet behov for at kunne måle virksomhedens finansielle præstation på en anderledes måde end gennem de traditionelle GAAP præstationsmål. Anvendelsen giver selskaberne mulighed for at tilbyde deres interessenter den information, der bedst beskriver virksomhedens præstation. Ikke desto mindre er opfattelsen af finansiell præstation ikke en statisk størrelse på tværs af virksomheder og branche, hvilket resulterer i forskellige fremgangsmåder for beregning og præsentation af alternative præstationsmål (Brouwer A. J., 2013).

Der er blandt de internationale tilsynsmyndigheder generel enighed om, at alternative præstationsmål blandt andet er et udtryk for finansiell præstation.

IOSCO¹⁹, som er verdens tilsynsmyndighed ved handel med værdipapirer og futures, definerer et alternativt præstationsmål som:

*"a numerical measure of an issuer's current, historical or future **financial performance**, financial position, or cash flows that is not a GAAP Measure".*

- Forfatterens egen fremhævning.

(IOSCO, 2016)

I Europa definerer ESMA²⁰, den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed, alternative præstationsmål som:

*"a financial measure of historical or future **financial performance**¹, financial position or cash flows, other than a financial measure defined or specified in the applicable financial reporting framework".*

- Forfatterens egen fremhævning.

(ESMA, 2015)

IASB er af den holdning, at "Net profit" er den primære indikator for finansiel præstation (Hans Hoogervorst, 2016). Dette er fortsat opfattelsen i den nye begrebsramme fra 2018. Desuagtet beskriver Hans Hoogervorst, bestyrelsesformand i IASB, hvordan finansiel præstation er flerstrengt og i nogen grad subjektiv. Virkeligheden er, at den internationale regnskabsregulering (IFRS) ikke yder tilstrækkelige kriterier for, hvordan finansiel præstation kan bedømmes. Selv hvis regnskabsbrugerne anser 'Årets resultat' som primær indikator for finansiel præstation, vil de samme regnskabsbrugere alligevel have et ønske om at grave et spadestik dybere for bedre at kunne bedømme, hvilke komponenter der har en indvirkning på forretningen (Hoogervorst, 2016).

Faktum er, at de internationale regnskabsstandarder kun i lav grad stiller krav til præsentationen af resultatopgørelsen, hvorfor selskaberne i høj grad har frihed til at præsentere indtægter og omkostninger, som de finder relevante. En konsekvens heraf er, at sammenligneligheden af poster over bundlinjen er lav, hvilket gør det vanskeligt at sammenligne finansiel præstation på tværs af selskaber. Anvendeligheden af alternative præstationsmål bliver i den forbindelse mere værdifuld for både regnskabsbruger og virksomheder i takt med, at selskabernes omfang og kompleksitet øges, og der opstår et behov for at rapportere den underliggende drift uden

¹⁹ International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

²⁰ European Securities and Market Authority (ESMA).

forstyrrelser af 'Special items' og andre 'Non-recurring items' (Smetanka, 2012; Bhattacharya et al., 2003; Grossmann, 2007).

Måling af finansiel præstation kan ikke ses som en "one-fit-for-all" løsning, hvor rapporteringen af bestemte præstationsmål, GAAP såvel som non-GAAP i tilstrækkelig grad kan forklare alle selskabers finansielle præstation.

4.2 Motiverne bag anvendelsen af alternative præstationsmål

4.2.1 Informationsværdien af alternative præstationsmål

Fortalere for brugen af alternative præstationsmål argumenterer for, at rapportering af disse giver et mindre forvrænget billede af virksomhedens kerneforretning og virksomhedens fremtidige bæredygtighed (Bhattacharya et al., 2003).

Først og fremmest giver anvendelsen af alternative præstationsmål mulighed for at afbøde GAAP præstationsmåls begrænsede evne til at præsentere virksomhedens underliggende drift. Det traditionelle GAAP præstationsmål 'Årets resultat' måler virksomhedens historiske præstation, men er modsætningsvist ikke i stand til at fortælle om den fremtidige driftsindtjening, hvis omkostninger såsom 'Non-recurring items' er inkluderet (Bhattacharya et al., 2003).

Forskning på området viser, at investorer har et behov for nemt forståelige præstationsmål, og at alternative præstationsmål kan imødekomme dette behov (Bhattacharya et al., 2003). De justerede præstationsmål anses for at indeholde mindre støj og i stedet fokusere på driftsnære elementer, når der eksempelvis justeres for "one-offs". Bhattacharya et al. (2003) anser alternative præstationsmål for at være mere relevante for værdiansættelsen relativt til GAAP præstationsmål, da de giver et bedre billede af virksomhedens underliggende kerneforretning.

Lougee & Marquardt (2004) finder, at alternative præstationsmål har en større forudsigelighedsevne end det tilsvarende GAAP præstationsmål, når rapporteringskvaliteten af GAAP informationen er lav. De argumenterer for, at information, der præsenteres gennem alternative præstationsmål, er med til at give regnskabsbruger en yderligere indsigt i virksomheden og driften heri, hvilket et tilsvarende GAAP præstationsmål ikke formår. Lougee & Marquardt (2004) påpeger desuden, at separeringen af indkomstelementer kan skabe øget transparens, hvis særlige ikke-tilbagevendende poster ekskluderes fra resultatet, hvormed resultatet ikke er påvirket af ukontrollerbare forhold. Den øgede transparens skal ses i lyset af begrænsningen ved at bruge præstationsmål som fx 'Omsætning' og 'Årets resultat'.

4.2.2 Opportunisme og earnings management

Kritikere af rapportering af alternative præstationsmål hævder, at anvendelsen sker ad hoc, at der er inkonsistens i anvendelsen samt at anvendelsen sker for egen vindings skyld (Derby, 2001; Dreman, 2001). Tilsvarende anfægtes det af lignende forskning, at alternative præstationsmål hverken er sammenlignelige på tværs af selskaber eller konsistente over tid (Grant & Parker, 2001).

Mulford & Cominskey (2002) undersøger, hvordan selskaber via kreativ regnskabspraksis opfinder alternative præstationsmål til måling af finansiell præstation. De alternative præstationsmål er baseret på GAAP information, men har udelukkende til formål at vise en anden og forbedret udgave af den finansielle præstation. En undersøgelse af 95 selskaber optaget i FTSE 100 finder, at "denne anden siden" af virksomhedernes finansielle præstation fremstiller selskaberne i et mere positivt lys end det tilsvarende GAAP præstationsmål (PwC UK, 2016). PwC finder, at hele 87 % af de rapporterede non-GAAP præstationsmål viser en bedre finansiell præstation end det tilsvarende GAAP præstationsmål. Forskning viser, at "proforma earnings" anvendes til at vildlede regnskabsbruger ved at rapportere "everything but bad stuff" et fænomen, som også kaldes "earnings before the bad stuff", der refererer til det hyppigt anvendte præstationsmål 'Earnings before special items' (Mulford & Comiskey, 2002).

Anvendelsen af alternative præstationsmål bevirker, at ledelsen selektivt ekskluderer specifikke poster (typisk omkostninger) for at indfri det ønskede mål (Bhattacharya et al., 2003). Non-GAAP præstationsmål kan let blive genstand for opportunisme, da disse ikke besidder en universel definition, hvorfor det er op til ledelsen, hvilke poster der skal inkluderes eller ekskluderes.

Undersøgelser på tværs af landegrænse viser, at der generelt arbejdes med et bredt spektrum af justeringer (PwC UK, 2016; Mulford & Cominskey, 2002; Magli, Nobolo, & Ogliari, 2017). Tilsvarende vores egen undersøgelse finder Maglia et al. (2017), at der typisk justeres for restruktureringsomkostninger, omkostninger i forbindelse med opkøb og nedskrivningsomkostninger, der typisk defineres som ikke-tilbagevendende.

Hverken ESMA's retningslinjer for alternative præstationsmål eller de tidligere gældende CESR retningslinjer yder vejledning om, hvad der skal forstås ved såkaldte 'Non-recurring items'. Det er op til virksomhederne selv at definere og beskrive, hvad der efter virksomhedens karakteristika skal anses som 'Non-recurring'. Magli et al. (2017) anfører, at denne "samlebetegnelse" er problematisk i og med, ingen virksomheder i tilstrækkelig grad kunne beskrive og definere de anvendte 'Non-recurring' omkostninger (og indtægter). Det kan derfor være vanskeligt at identificere, hvad virksomhederne karakteriserer som 'Non-recurring items'.

Ved 'Non-recurring' forstås noget ekstraordinært i forhold til virksomhedens drift, som typisk er engangsposter ("one-offs"). Det må forventes, at omkostninger eller indtægter, der betegnes 'Non-recurring', faktisk er af ekstraordinær karakter og ikke-tilbagevendende. Forskning viser, at poster som virksomhederne anser for ikke-tilbagevendende i et stort omfang, varierer i art og omfang, og kun et fåtal af disse er reelle ikke-tilbagevendende poster (Maglia et al., 2017).

PwC UK (2016) finder, at engelske selskabers justeringer i høj grad foretages på 'EBIT', 'EBT' og 'EBITDA' og kun i 3 % af tilfældene på 'Årets resultat'.

Mulford & Cominskey (2002) anfægter modsætningsvist, at 'Non-recurring items' primært tillægges eller fratrækkes 'Årets resultat' og kun lejlighedsvist sættes i forbindelse med andre GAAP præstationsmål.

4.2.3 Principal-agent teori

Principal-agent i økonomisk kontekst beskriver forholdet mellem kapitalejere (principalen) på den ene side og ledelsen (agenten) som den eksekverende magt på den anden side. I dette forhold må principalen stole på, at agenten handler i overensstemmelse med principalens interesser. Til sikring af principalens interesser kan principalen opstille forskellige foranstaltninger, som foranlediger ensretning af parternes eventuelle modstridende interesser. Foranstaltningerne kan tage sig ud i mange former, men består typisk af kontrakter, der indeholder incitamenter for agenten, hvilket bevirker, at denne handler på den af principalen ønskede måde (Brouwer, 2013).

Hvorom alting er, befinder ledelsen sig i en situation, hvor denne er bedre informeret om den generelle situation i selskabet end interessenterne. Den yderligere viden, som ledelsen besidder, kan anvendes til skade for interessenterne. Dette forekommer, når information, som principalen ville anse for relevant i beslutningsprocessen, bliver tilbageholdt af agenten (informationsasymmetri). Informationsasymmetri medfører, at principalen ikke kan verificere agentens handlinger (Brouwer A. J., 2013).

Som følge af denne problemstilling argumenterer Grossmann (2007) for, at en fordel ved anvendelsen af GAAP præstationsmål er, at GAAP præstationsmål baserer sig på troværdig og revideret information, hvilket yder en naturlig beskyttelse af principalens interesser og begrænser agentens mulighed for at udøve 'earnings management'.

Hæderligere agenter, som ikke forsøger at tilbageholde relevant information, ønsker i nogle tilfælde at signalere deres gode præstation og/eller reducere informationsasymmetrien mellem agenten og principalen ved at præsentere ekstra information. Dette er kendt som 'voluntary disclosure'²¹ (Narayanan, Pinches, Kelm, & Lander, 2000). Anvendelsen af alternative

²¹ Frivillig rapportering.

præstationsmål kan anses for en form for frivillig rapportering af virksomhedens præstation, hvor agenten forsøger at informere yderligere om den finansielle præstation, som ellers ikke ville være afspejlet i GAAP præstationsmål. Herudover anses frivillig information for en måde, hvorpå ledelsen kan yde en form for ”insider-information” om virksomhedens præstation, som ellers ikke reflekteres af GAAP informationen (Narayanan et al. 2000).

Ifølge Narayanan et al. (2000) kan den frivillige rapportering af alternative præstationsmål medvirke til at mindske informationskløften mellem agent og principal. Hvis informationskløften skal mindskes, er det afgørende, at agenten har et ønske om at yde principalen et fuldstændigt og retvisende billede af virksomhedens finansielle præstation. Det er imidlertid ikke alle agenter, der ønsker at yde principalen denne information. Rapportering af alternative præstationsmål bibringer selskabet yderligere omkostninger, hvilket ikke yder incitament for ledelsen til at præsentere alternative præstationsmål (Bradshaw & Sloan, 2002). Litteraturen differentierer generelt mellem to typer af ledelsesmotiver i relation til rapportering af yderligere information. Der skelnes mellem (1) ønsket om at skildre selskabets faktiske præstation og (2) manipulation af principalen som følge af informationsasymmetri.

Ledelsens ønske om at skildre selskabets faktisk præstation udspringer ifølge Verrecchia, Ng, & Weber (2009) af en forventning om, at ledelsen er interesseret i en korrekt værdiansættelse af selskabet og/eller et ønske om opretholdelse af et godt omdømme i relation til troværdig rapporteringspolitik. Ydermere foretrækker ledelsen at opfylde forventningerne til selskabets finansielle præstation gennem anvendelsen af non-GAAP præstationsmål (Black et al., 2017). Samtidig finder Black et al. (2017), at selskaber, hvor ledelsen har mindre tiltro til indfrielse af forventningerne gennem rapportering af GAAP præstationsmål, i højere grad anvender non-GAAP præstationsmål. Dette skyldes, at ledelsen har et stærkt incitament til at indfri eller overgå forventninger til selskabets præstation.

Beløb, som efter virksomhedens omfang er små, kan have stor indvirkning på aktiekursen, hvilket kan forringe synet på ledelsens kompetencer og præstation. Observationen er i overensstemmelse med Bhattacharya et al. (2003), som finder, at alternative præstationsmål anvendes i en strategisk sammenhæng for at opnå analytikernes og egne forventninger. Observationen er interessant og i overensstemmelse med undersøgelser af sammenhængen mellem indtjeningsforventning og anvendelsen af alternative præstationsmål (Brouwer, 2011). Undersøgelsen viser, at en signifikant andel af de analyserede selskaber ikke ville have indfriet sine forventninger ved rapportering af GAAP præstationsmål, men indfrier egne forventninger ved brug af alternative præstationsmål. Dette indikerer, at alternative præstationsmål anvendes i et strategisk øjemed (Brouwer, 2013).

Kritikere af anvendelsen af alternative præstationsmål anfægter, at aflønningspakker til ledelsen i stigende omfang er baseret på justerede præstationsmål. Ansættelseskontrakterne indeholder

typisk bonusprogrammer, som udløses, hvis forventningerne til selskabets præstation opnås (PwC, Lønundersøgelsen 2019, 2018). Litteraturen indikerer, at ledelsen er tilbøjelig til at rapportere alternative præstationsmål, hvis det ikke er muligt at indfri forventningerne gennem rapportering af GAAP præstationsmål (Bradshaw & Sloan, 2002; Brouwer, 2013; Verrechia et al. 2009). 'Earnings management' i særdeleshed er udbredt, når det pågældende GAAP præstationsmål er negativt og har udviklet sig negativt relativt til foregående periode, eller hvor forventningerne til den finansielle præstation ikke er opfyldt (Bradshaw & Sloan, 2002; Bhattacharya N., Black, Christensen, & Mergenthaler, 2004).

Hoogervorst (2016) anfører, at GAAP præstationsmål allerede i dag anvendes til 'earnings management' samt at IASB anser 'earnings management' for mere udbredt i anvendelsen af alternative præstationsmål. Formanden for IASB påpeger det uheldige i anvendelsen af non-GAAP optjeningsbetingelser i forbindelse med bonusprogrammer, da dette kan fremme brugen af 'Non-recurring' og 'Special items' og vildledning af investorer. Ledelsen kan derfor blive fristet til at udøve 'earnings management' for at male et mere lyserødt billede af selskabets og ledelsens egen præstation.

Ufuldstændig offentliggørelse af information

Bloomfield (2002) har forsket i konsekvenserne ved ufuldstændig offentliggørelse af relevant information. Bloomfield (2002) anfører, at det skaber et incitament for ledelsen til strategisk at anvende alternative præstationsmål, der fremviser en bedre præstation. Ifølge Bloomfield (2002) medfører den ufuldstændige offentliggørelse, at ledelsen kan spekulere i at lægge vægt på alternative præstationsmål, som typisk tegner et mere positivt billede af virksomhedens præstationer, hvilket har potentiale til at skævvride investors opfattelse af årsrapporten som helhed. Bloomfield (2002) finder desuden, at data, som er omkostningstungt at indsamle, i lavere grad anvendes som input til værdiansættelsesmodeller, da det er ufordelagtigt og ressourcekrævende for investorer at foretage informationsindsamlingen. Som konsekvens heraf lægger nogle investorer i højere grad vægt på informationer, som fremhæves af ledelsen, grundet tilgængeligheden og det ressourcebesparende aspekt. Det betyder imidlertid, at ledelsen har et større ansvar for at præsentere selskabets finansielle præstation troværdigt og retvisende. Qua nogle investorers tilbøjelighed til lægge vægt på fremhævet information kan det være fordelagtigt for ledelsen at rapportere alternative præstationsmål, som præsenterer selskabets finansielle præstation i et bedre lys (Brouwer, 2013).

Begrænset opmærksomhed- og bearbejdningsevne hos de private regnskabsbrugere

Gennem iscenesættelse af de forhold, som ledelsen ønsker, at investor skal lægge vægt på, kan uopmærksomme investorer risikere at behandle 'proforma indtjening', som var det "den eneste

sandhed” (Brouwer, 2013). Ifølge Hirshleifer & Theo (2003) er private investorers opmærksomheds- og bearbejdningsevne begrænset, hvilket indebærer, at investorer ikke er i stand til at analysere eller behandle andet information end det mest nødvendige. Som resultat af den begrænsede opmærksomheds- og bearbejdningsevne lægger investor størstedelen af sin opmærksomhed på de af selskabet fremhævede alternative præstationsmål, hvorfor investorens beslutningsproces potentielt bliver misledt af de informationer, som selskabet selv tillægger størst betydning (Brouwer, 2013). Hirschleifer & Theo (2003) argumenterer for, at dette i praksis forekommer ved, at ledelsen justerer for driftsrelaterede indtægter og omkostninger, som har værdi og relevans for prognoseopgaven, og andre gange undlader at justere for driftsfjerne omkostninger, som er støj i investors værdiansættelse.

4.3 Delkonklusion

Anvendelsen af alternative præstationsmål bibringer regnskabsbruger både fordele og ulemper. Fortalere for anvendelsen af alternative præstationsmål anfører, at anvendelsen har en positiv indvirkning på regnskabsbrugers bedømmelse og forståelse af virksomhedens finansielle præstation, når disse justeres for indtægter og omkostninger, der ikke er driftsrelateret. Den større informationsnytte mindsker informationskløften mellem agent (ledelsen) og principal (investor). Kritikere påpeger, at anvendelse kan mindske kontrollerbarheden af agentens arbejde, da alternative præstationsmål giver mulighed for, at inkludere og ekskludere poster efter velbefindende, og at dette anvendes af ledelsen til at udøve 'earnings management' til skade for regnskabsbrugere med begrænset opmærksomheds- og bearbejdningsevne.

Kapitel 5 – Regnskabsregulering

I dette afsnit vil regnskabsregulering for danske børsnoterede selskaber samt kvalitetskravene hertil blive belyst. Vi ønsker at belyse, hvilke krav den internationale og nationale regnskabsregulering stiller til kvaliteten af alternative præstationsmål i årsrapporten. Det er formålet, at kommende kapitler og afsnit skal udarbejdes i overensstemmelse med indholdet af dette afsnit.

Dette afsnit relaterer sig til afhandlingens første underspørgsmål:

Hvad er kravene til rapporteringen af præstationsmål i ledelsesberetningen?

5.1 Principbaseret regulering

Med virkning fra regnskabsåret 2005 har de danske børsnoterede selskaber været underlagt de internationale regnskabsstandarde, *International Financial Reporting Standard (IFRS)*, udarbejdet af IASB (Steffensen, Fedders, Lassen, & Tang, 2017).

Med de nye regnskabsstandarde blev der implementeret et fælles sæt af standarde, som medførte en ensretning af den finansielle rapportering for selskaber i EU. Anvendelsen af IFRS bygger på en principbaseret tilgang. Begrebsrammen udstikker de generelle retningslinjer for, hvordan årsrapporten skal udarbejdes, så den bliver informativ for brugerne. Begrebsrammen kan derfor betegnes som det teoretiske fundament, der supplerer regnskabsreguleringens tekniske regelsæt af bestemmelser.

5.2 Regnskabsbrugers informationsbehov

Kvaliteten af de rapporterede præstationsmål i ledelsesberetningen er afgørende for, om regnskabsbruger kan lægge disse til grund for økonomiske beslutninger. De er samtidig en forudsætning for, at rapporteringen af præstationsmål og ledelsesberetningen i sin helhed opfylder informationsbehovet hos regnskabsbruger. Begrebsrammen, som er udarbejdet af IASB i 1989 og senest revideret i 2018, har blandt andet som målsætning at give generelle retningslinjer for, hvordan den finansielle rapportering bør udformes af virksomhederne for at opnå størst mulig beslutningsnytte for regnskabsbruger (Elling, 2017).

Elling (2017) argumenterer for, at regnskabsbrugeres informationsbehov er heterogene, og at forskellige interessegrupper har forskellig opfattelse af, hvad der er relevant information for netop dem. Det må antages, at professionelle investorer har behov for detaljeret information der kan bidrage dem i beslutningsprocessen vedrørende køb og salg af kapitalandele og virksomhedens evne til at udbetale udbytte. Private investorer, som antageligt ikke har samme regnskabsekspertise, anser derimod ikke detaljeret information som en nødvendighed og kan i nogle tilfælde anses for støj for investoren (Elling, 2017).

Er der stor sammenhæng mellem brugernes informationsbehov, kan virksomhederne anlægge en relativ demokratisk tilgang til udarbejdelse af årsrapporten og dermed dække de fleste regnskabsbrugeres behov. Er informationsbehovet derimod som vist i diagram B (diagram 5.1), må virksomhederne gøre sig klart, hvorvidt den udarbejdede årsrapport skal være af et sådan omfang og af en sådan ensidighed, at den efterlever enkelte gruppers informationsbehov, eller om årsrapporten skal udarbejdes som delrapporter, der hver især henvender sig til de forskellige regnskabsbrugere og deres informationsbehov.

Diagram A

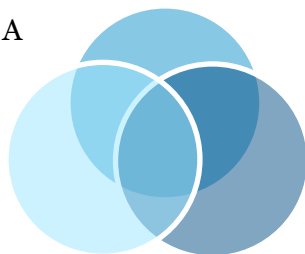


Diagram B

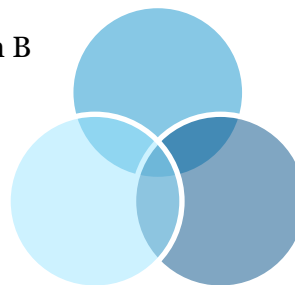


Diagram 5.1: Informationsbehov. Egen tilvirkning på baggrund af Elling (2017).

Den internationale regnskabsreguleringsudsteder (IASB) har derfor forudsat et informationsbehov, med betydelig fællesmængde for så vidt angår brugernes finansielle informationsbehov (diagram A). Argumentationen går på, at investorens informationsbehov (primær regnskabsbruger) er så omfattende, at denne gruppes behov dækkes gennem de lovpligtige bestanddele af årsrapporten, hvorefter de øvrige brugeres informationsbehov også er dækket. Af hensynet til ønsket om en harmonisering mellem de internationale regnskabsregler og dansk lovgivning, vælger årsregnskabsloven primært at anskue nytteværdien af årsrapporten i direkte relation til virksomhedernes evne til at skabe værdi for aktionærerne (Steffensen, Skødt, Nilsen, & Fedders, 2016).

Det følger af Årsregnskabslovens (ÅRL) § 12, at årsrapporten skal udarbejdes således, at den støtter regnskabsbrugere i deres økonomiske beslutninger.

Hvad der forstås af lovens ”... støtter regnskabsbruger i deres økonomiske beslutninger” følger af ÅRL § 12, stk. 2. Af bestemmelsen fremgår, at de informationer, som regnskabsaflægger stiller til rådighed, skal være at en sådan beskaffenhed, at informationsbehov for følgende tre beslutningsopgaver bliver afdækket:

1. Placering af regnskabsbrugers egne ressourcer,
2. Ledelsens forvaltning af virksomhedens ressourcer og
3. Fordeling af virksomhedens ressourcer

De tre beslutningsopgaver er baseret på en række antagelser om regnskabsbrugers væsentligste informationsbehov. Det første punkt knytter sig til investorernes beslutning om, hvorvidt de skal erhverve, sælge eller beholde kapitalandele. Da disse beslutninger blandt andet bygger på en forventning om fremtidig indtjeningsevne og andre informationer, som fremgår af årsrapporten, skal årsrapportens lovpligtige bestanddele udarbejdes med det formål at bistå brugeren i prognoseopgaven. Foruden prognoseopgaven er det et krav, at årsrapporten er af en sådan beskaffenhed, at den kan danne grundlag for investors²⁴ mulighed for kontrol med ledelsen. Informationsbehovet vedrører især, om ledelsen har udnyttet mulighederne for værdiskabelse i regnskabsåret. Beslutningsopgavens andet og tredje punkt omhandler årsrapportens anvendelighed i regnskabsbrugers beslutning om ressourceallokering og forvaltningskontrol (Elling, 2017).

Regnskabsaflægger skal ved udarbejdelse af årsrapporten forudsætte, at en typisk regnskabsbruger har et vist kendskab til regnskaber og dét, man kan udlede af regnskabet, såvel som dét, man ikke kan udlede af regnskabet. Regnskabsaflæggelsen kan derfor ikke forventes at tage hensyn til alle tænkelige brugere, men udelukkende dem, som kan forventes at forstå og benytte de oplysninger, man normalt kan forvente i en årsrapport (Steffensen et al., 2016). Samtidig kan det ikke forventes, at regnskabsbruger har ekspertviden.

5.3 Kvalitetskravene til rapporteringen af justerede præstationsmål i ledelsesberetningen

Generalklausulen i ÅRL § 11 indeholder krav om, at årsrapporten skal give et retvisende billede af virksomhedens og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat. Af samme bestemmelse fremgår, at ledelsesberetningen skal indeholde en retvisende redegørelse for de forhold, som beretningen omhandler. En retvisende redegørelse medfører blandt andet, at alle relevante forhold skal behandles, og informationer skal være relevante, pålidelige og leve op til kravet til aktualitet og neutralitet.

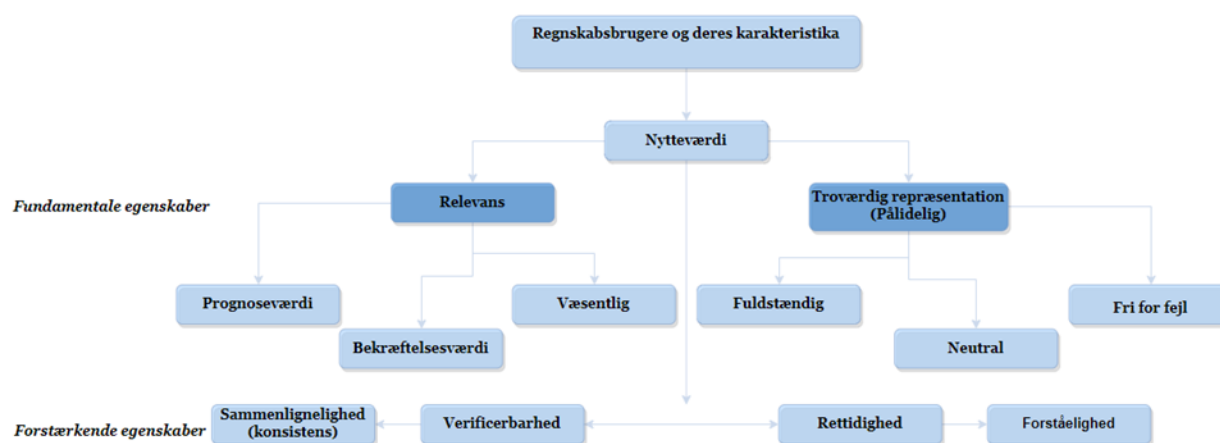
Ledelsesberetningen skal indeholde oplysninger, som er relevante for regnskabsbrugers økonomiske beslutninger, hvis denne skal leve op til kravet om at være en retvisende redegørelse. Samtidig skal de rapporterede informationer være pålidelige i et omfang, der gør brugen af dem anvendelig for regnskabsbruger, jf. ÅRL § 12, stk. 3.

Det følger af ÅRL § 12, stk. 1, at et retvisende billede gælder for alle lovpligtige dele af årsrapporten. Det vil kun være oplysninger, der ikke er reguleret af IFRS, som vil blive direkte omfattet af kvalitetskravene i § 12, stk. 2 og 3. Da indregning og måling og de dertil hørende oplysningskrav i årsrapporten er dækket af IFRS, vil det kun være oplysninger, som ikke er

²⁴ I sin egenskab af at være kapitalejer.

reguleret af IFRS, der direkte er omfattet af kvalitetskravene i § 12, stk. 2 og 3. ÅRL § 12 bygger imidlertid på IASBs begrebsramme. På trods af, at begrebsrammen efter IFRS-forordningen ikke direkte er en del af reguleringen, vil hele årsrapporten i praksis være omfattet af krav, som svarer til ÅRL § 12, jf. vejledningen til IFRS-bekendtgørelsen af 14. december 2004.

Nedenstående kvalitetshierarki i figur 5.2 illustrerer sammenhængen mellem kvalitetskravene.



Figur 5.2: Kvalitetshieraki. Egen tilvirkning på baggrund af Elling (2017); Steffensen et al. (2016); Kieso, Weygandt & Warfield (2014).

Hvis den finansielle information skal skabe nytteværdi for regnskabsbruger, bør informationen først og fremmest indeholde de primære kvalitative egenskaber: *relevans* og *troværdig repræsentation (pålidelig)*. Ved nytteværdi forstås, om den information, der ydes til regnskabsbruger, er væsentlig. Hvorvidt informationen skal anses for væsentlig, afhænger af informationens relevans og pålidelighed for den primære regnskabsbruger. Begrebet væsentlighed er i udarbejdelsen af IFRS Practice Statement *Making Materiality Judgements* (IASB, 2018) undergået en opdatering, der medfører, at oplysninger anses for væsentlige, hvis udeladelse, fejlinformering eller forvrængning af information med rimelighed kan forventes at influere regnskabsbrugers beslutninger²⁶.

Information der er relevant, men som ikke er pålidelig i relation til fuldstændighed, neutralitet og fejlfrihed, har ingen nytteværdi. Tilsvarende har information uden relevans, men med høj pålidelighed heller ikke nogen nytteværdi for regnskabsbruger.

²⁶ Det nye definition af væsentlighed har effekt for årsrapporter aflagt 1. januar 2020 eller senere.

Det afgørende for niveauet af nytteværdi er kombinationen af relevans og pålidelighed i forhold til brugernes informationsbehov. Er der høj korrelation mellem relevant information og information, som er opgjort på et troværdigt grundlag, er nytteværdien høj (Elling, 2017).

5.3.1 De fundamentale kvalitative karakteristika

5.3.1.1 Relevans

Relevant information er i stand til at gøre en forskel for regnskabsbrugers beslutninger. Dette betyder ikke, at informationen skal føre til ændrede beslutninger, men betyder alene, at informationens indhold udruster regnskabsbruger til at tage stilling til, om han eller hun vil gøre brug af informationen (IASB, 2010).

Hvorvidt informationen gør en forskel for regnskabsbruger afgøres af, om informationen har prognose- eller bekræftelsesværdi for regnskabsbruger.

Finansiell information har prognoseværdi, når informationen kan anvendes som input til at forudsige fremtidige udfald. Det er ikke et krav, at informationen i sig selv er forudsigende for at besidde prognoseværdi, men den skal imidlertid assistere regnskabsbruger i beslutningsprocessen.

Hvorvidt den finansielle information har bekræftelsesværdi for regnskabsbruger afgøres af, om informationen har evne til at bekræfte eller ændre tidligere vurderinger. Informationens prognose- og bekræftelsesværdi er ofte indbyrdes afhængige. IASB (2010) nævner "omsætningsinformation" som et eksempel på information, hvor prognose- og bekræftelsesværdien er forbundet. Argumentet går på, at "omsætningsinformation" i det indeværende år kan anvendes som basis for forudsigelse af næste års omsætning og tilmed sammenlignes med de forudsigelser, regnskabsbruger havde for indeværende års omsætning.

5.3.1.1.1 Relevans i relation til alternative præstationsmål

Det canadiske Accounting Standard Board (AcSB) har udviklet en tilgang for udvælgelse, udvikling og rapportering af præstationsmål. I overensstemmelse med IASB anser AcSB præstationsmål for relevante, når rapporteringen af disse potentielt kan medføre en ændring i brugerens beslutningsproces. AcSB anser præstationsmål som relevante, når de har potentialet til at bekræfte eller forudsige et selskabs fremtidige præstation (besidder bekræftelses- og prognoseværdi). Derudover er relevante præstationsmål i stand til at reflektere selskabets præstation i en kontekst, der afspejler selskabets strategi, mål og formål (AcSB, 2018).

AcSBs definition af relevans i relation til præstationsmål, er tæt forbundet med vores forståelse af relevans i relation til alternative præstationsmål, hvorfor vi har valgt en definition af relevans som i overensstemmelse med AcSBs definition. Gennemgående for denne afhandling anser vi

rapporteringen af alternative præstationsmål for relevante såfremt: *rationalet for rapporteringen af det justerede præstationsmål kan identificeres, og hvorfor det er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.*

5.3.1.2 Troværdig repræsentation

Årsrapporter aflagt af børsnoterede selskaber består af utallige mængder af økonomiske fænomener, som præsenteres ved hjælp af både tal og tekst i den finansielle rapportering. Hvis informationen skal have nytte for regnskabsbruger, skal indholdet præsenteres på en sådan måde, at informationen troværdigt afspejler de som økonomiske fænomener, som informationen påstår at repræsentere (IASB, 2010)

Troværdig repræsentation kræver, at informationen er fuldstændig, neutral og fri for fejl. Ved fuldstændighed forstås, at regnskabsbruger skal have al nødvendig information til rådighed for at kunne forstå fænomenet, som ønskes afbilledet. Det er essentielt, at informationen afbilder selskabets præstation neutralt og uden bias. Informationen er neutral, når den ikke er vægtet, fremhævet eller på anden vis manipuleret til at øge sandsynligheden for, at den finansielle information bliver opfattet mere positivt (eller negativt) af regnskabsbruger. At de økonomiske fænomener er troværdigt repræsenteret, medfører ikke nødvendigvis, at alle informationer er nøjagtige. Fri fra fejl betyder, at der ikke er fejl eller udeladelser i beskrivelsen af økonomiske fænomener, og frembringelse af de rapporterede informationer er fremkommet uden fejl i processen (IASB, 2010).

5.3.1.2.1 Troværdig repræsentation i relation til alternative præstationsmål

En troværdig afbildning af et alternativt præstationsmål foreligger, når betegnelsen, beløb og relateret information reflekterer den underliggende økonomiske information, og når det alternative præstationsmål er fuldstændigt, neutralt og fri for materielle fejl. En fuldstændig afbildning betyder, at al information til brug for forståelsen af præstationsmålet er tilgængelig for regnskabsbruger, hvilket inkluderer alle nødvendige beskrivelser og forklaringer.

Neutraliteten medfører, at det alternative præstationsmål ikke er præsenteret mere positiv end det tilsvarende GAAP præstationsmål. Derudover er et alternativt præstationsmål først neutralt, når der ikke er asymmetri i beregningsmetoden over tid. Et alternativt præstationsmål er fri for fejl, når det er fri for udeladelser og ikke indeholder væsentlige fejl (IASB, 2010).

Gennemgående for denne afhandling anser vi rapporteringen af alternative præstationsmål for troværdigt repræsenteret, såfremt: *justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter der indgår. Herudover skal det alternative præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.*

5.3.2 De forstærkende kvalitative egenskaber

I begrebsrammen udbygges de primære kvalitative egenskaber med de forstærkende kvalitative egenskaber: *sammenlignelighed*, *verificerbarhed*, *aktualitet (rettidighed)* og *forståelighed* (IASB, 2010). Sammenlignelighed, verificerbarhed, aktualitet og forståelighed er kvalitative karakteristika, der forstærker nytteværdien af information, som er relevant og yder en troværdig repræsentation af det økonomiske fænomen (IASB, 2010).

5.3.2.1 Sammenlignelighed

Regnskabsbrugers beslutninger indebærer et valg mellem forskellige alternativer, herunder salg af kapitalandele i ét selskab til fordel for køb af kapitalandele i et andet selskab. Følgelig har den information, som virksomheden rapporterer, en større nytte for regnskabsbruger, hvis den kan sammenlignes på tværs af selskaber. Sammenlignelighed er den egenskab, der gør det muligt at forstå ligheder og forskeligheder selskaber i mellem.

Sammenlignelighed på tværs af selskaber må ikke forveksles med ensrettethed. Stilles der af regnskabsstanderne krav om anvendelsen af bestemte metoder til fx indregning, måling og præsentation, afføder det naturligvis en ensretning, som ikke nødvendigvis kan anvendes som synonym for sammenlignelighed. Sammenlignelighed kan først siges at finde sted, når regnskabsbrugers beslutninger forbedres, som følge af den kvalitet som informationen besidder (relevans og troværdig repræsentation), men er således ikke et krav om ensrettethed.

Sammenlignelighed indeholder ydermere krav om konsistens på tværs af år. Information er konsistent, når de indregningskriterier og måleattributter, som selskaberne anvender, er de samme mellem regnskabsperioder. Foretages der hyppige metodeskift, medfører dette støj for regnskabsbruger, og det gør det vanskeligt at sammenligne over flere perioder.

5.3.2.1.1 Sammenlignelighed i relation til alternative præstationsmål

Et alternativt præstationsmål er konsistent, når selskabet opgør og rapporterer præstationsmålet ved brug af samme metode fra periode til periode.

Anvendelsen af alternative præstationsmål er sammenlignelige på tværs af selskaber i samme branche, når der er overensstemmelse mellem de præstationsmål, der anvendes. Et præstationsmål, som adskiller sig væsentligt fra anvendelsen af præstationsmål i andre selskaber i samme branche, kan ikke anses for sammenligneligt (AScB, 2018).

Gennemgående for denne afhandling anser vi rapporteringen af alternative præstationsmål for sammenlignelige og konsistente, såfremt: *det forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det udskiftede præstationsmål i så fald er mere relevant.*

5.3.2.2 Verificerbarhed

Verificerbarhed er den forstærkende egenskab, som medvirker til, at informationen troværdigt repræsenterer de økonomiske fænomener, de foregiver at afbillede. Verificerbarhed er en forstærkende egenskab i relation til at opnå validitet. Verificerbarhed betyder i relation til information, som rapporteres i ledelsesberetningen, at den kan lade sig bekræfte samt at det er muligt at efterprøve rigtigheden af informationen. Det vil sige, at tilstedeværelsen af verificerbarhed medfører, at to identiske regnskabsbrugere vil komme frem til samme resultat (Intermediate Accounting, 2014, IASB 2010).

5.3.2.2.1 Verificerbarhed i relation til alternative præstationsmål

Verificerbarhed bevirker, at et alternativt præstationsmål troværdigt afbilleder den underliggende økonomiske information. Alternative præstationsmål er verificerbare, når regnskabsbruger selvstændigt kan vurdere de anvendte inputs, estimer og beregningsmetode.

Gennemgående for denne afhandling anser vi rapporteringen af alternative præstationsmål for verificerbare, såfremt: *justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter der indgår i det alternative præstationsmål.*

5.3.2.3 Aktualitet (rettidighed)

Rettidighed betyder, at al information skal være aktuel. Om information er rettidig afgøres af situationen regnskabsbruger befinder sig i, hvorfor informationen skal være til rådighed, mens den stadig er aktuel og relevant for regnskabsbrugers beslutninger (Elling, 2017, IASB, 2010).

5.3.2.3.1 Rettighed i relation til alternative præstationsmål

Et alternativt præstationsmål er rettidigt, når det er tilgængelig for regnskabsbruger tids nok til at have en indflydelse på beslutningstagningen. Almindeligvis har ældre information mindre nytteværdi for regnskabsbruger, men kan imidlertid sagtens fortsætte med at være rettidig over en længere periode. Hensynet til rettidighed tilgodeser de regnskabsbrugere, som ønsker at identificere og vurdere trends i de rapporterede alternative præstationsmål.

Det er vanskeligt at vurdere, hvorvidt information er rettidig, hvorfor det er en gennemgående antagelse, at selskaberne rapporterer aktuelle alternative præstationsmål baseret på information for regnskabsåret 2017.

5.3.2.4 Forståelighed

Forståelighed medfører, at regnskabsbruger sættes i stand til at forstå indholdet af årsrapporten. En høj grad af forståelighed opnås, når information klassificeres og præsenteres klart og præcist. Forståelighed kræves opfyldt for, at information kan have nytteværdi for regnskabsbruger.

Modsætningsvist må information ikke udelades med henvisning til, at den er uforståelig for nogle regnskabsbrugere, hvis informationen i sig selv er valid og pålidelig (IASB, 2010).

5.3.2.4.1 Forståelighed i relation til alternative præstationsmål

I relation til alternative præstationsmål medfører kravet til forståelighed, at en rimelig lært person inden for virksomhedsøkonomi og finansiel rapportering skal kunne forstå beregningsmetoden, som ligger til grund for opgørelsen af de alternative præstationsmål. Ydermere er alternative præstationsmål forståelige, når rationalet for anvendelsen er beskrevet klart, præcist og transparent (AcSB, 2018).

Gennemgående for denne afhandling anser vi rapporteringen alternative præstationsmål for forståelige såfremt: *formålet med justeringen kan identificeres, og det specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger. Endvidere bør justeringen defineres og beregningsmetoden forklares, herunder hvilke komponenter der indgår. Slutteligt bør det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.*

5.4 Delkonklusion

Med virkning fra regnskabsåret 2005 har danske børsnoterede selskabers årsregnskab været underlagt de internationale regnskabsstandarder *International Financial Reporting Standard (IFRS)*. For så vidt angår danske børsnoterede selskaber, regulerer årsregnskabsloven ledelsesberetningen. I relation til afhandlingens formål er bestemmelserne vedrørende de grundlæggende krav til årsrapporten i ÅRL §§ 11 og 12 i særdeleshed relevante, da opfyldelsen af disse er essentielle for opnåelsen af et retvisende billede og redegørelse af henholdsvis årsregnskabet og ledelsesberetningen.

I IFRS-bekendtgørelsen af 14. december 2004 er det præciseret, at ÅRL § 12 bygger på IASBs begrebsramme, hvorfor hele årsrapporten i praksis vil være omfattet af de kvalitative karakteristika udarbejdet af IASB. Det kan således konkluderes, at de rapporterede alternative præstationsmål skal opfylde de fundamentale kvalitetskrav: *relevans* og *troværdig repræsentation*, hvortil de forstærkende egenskaber udøver en støttende funktion for opnåelsen af høj rapporteringskvalitet.

Slutteligt kan det konkluderes, at det hverken i international eller national regnskabsregulering præciseres, hvordan de enkelte kvalitetskrav skal fortolkes i relation til alternative præstationsmål, hvorfor denne afhandling anvender AcSBs vejledning som fortolkningsbidrag.

Kapitel 6 – Kvaliteten af rapporterede justerede præstationsmål

Vores egen undersøgelse viser, at C25-selskaberne rapporterer en lang række forskellige alternative præstationsmål, som tillige justeres for forskellige indtægter og omkostninger.

I relation hertil ønskes det undersøgt:

Hvorvidt harmonerer rapportering af alternative præstationsmål med kvalitetskravene?

Vi har valgt at fokusere på de 94 justerede præstationsmål, selskaberne fremhæver i ledelsesberetningen, da regnskabsbruger, som anført tidligere, fokuserer på fremhævet information.

6.1 Metodeorienteret introduktion af analysen

Med inspiration fra det canadiske Accounting Standards Board har vi opstillet fem analyseparametre, der hver afdækker ét eller flere kvalitetskrav. De udarbejdede analyseparametre har muliggjort en vurdering af kvaliteten af selskabernes rapportering af justerede præstationsmål i ledelsesberetningen. Fire ud af fem analyseparametre afdækker flere af kvalitetskravene, hvorfor analyseparameterets score ikke nødvendigvis siger noget om opfyldelsen det enkelte kvalitetskrav, men i højere grad noget om alle de afdækkede kvalitetskrav som helhed.

Tabel 6.1: Analyseparametre til vurdering af rapporteringskvalitet

Analyseparameter	Udsagn	Relevans	Troværdig repræsentation	Sammenlignelighed	Verificerbarhed	Rettighed	Forståelighed
1	Formålet med justeringen kan identificeres, og det specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.	✓	✓		✓		✓
2	Justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår.		✓	✓	✓	✓	✓
3	Det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.		✓		✓		✓
4	Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål.		✓	✓	✓		✓
5	Det forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes, eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det udskiftede præstationsmål er mere relevant.	✓	✓	✓		✓	✓

Tabel 6.1 viser, hvilke analyseparametre og dertilhørende udsagn, der afdækker de enkelte kvalitetskrav.

Analysen giver et overblik over, i hvor høj grad de enkelte analyseparametre opfyldes af selskaberne, da et gennemsnit af alle selskabernes score er beregnet. Formålet med denne analyse er således at identificere justerede præstationsmål, som kompromitterer et eller flere kvalitetskrav. I forlængelse heraf kommenteres udvalgte justerede præstationsmål, som vi har identificeret problemer ved, hvorved læseren får et indblik i, hvorfor de enkelte analyseparametre og selskaber har præsteret, som de har.

Alle de justerede præstationsmål, der fremhæves i ledelsesberetningen af C25-selskaberne, er blevet vurderet på baggrund af hvert enkelt analyseparameter. Vi har valgt at analysere fremhævede justerede præstationsmål, da investorer, som tidligere anført, fokuserer på de præstationsmål, der fremhæves af ledelsen. Ved fremhævede præstationsmål skal forstås: hoved- og nøgletal, som er iøjnefaldende, fordi de fremhæves grafisk på de indledende sider i ledelsesberetningen.

For selskaber, der fremhæver flere forskellige justerede præstationsmål i ledelsesberetningen, er disse blevet vurderet samlet set. Præstationsmålene er vurderet på en skala fra 0-1 på alle fem analyseparametre. Scoren 0 indikerer, at præstationsmålet ikke lever op til analyseparameterets udsagn. Modsat indikerer scoren 1, at præstationsmålet lever op til udsagnet. Til vurdering af de justerede præstationsmål er oplysninger fra hele årsrapporten anvendt, hvorfor der ikke er lavet en vægtning af, hvor i årsrapporten oplysningerne kan identificeres.

6.2 Undersøgelsens resultater

De justerede præstationsmål opfylder generelt set kun i lav grad de udarbejdede analyseparametre for kvalitetskrav til årsrapporten (*tabel 6.2*). De analyserede selskaber scorer i gennemsnit 47 % ud af en maksimal score på 100 %, hvilket altså indikerer, at de kun i nogen grad opfylder kvalitetskravene til årsrapporten.

Tabel 6.2: Kvantificering af justerede præstationsmåls opfyldelse af kvalitetskravene

Analyseparameter	Kvalitetskrav	Score		
		Gns.	Maks.	Min.
<i>Formålet med justeringen kan identificeres, og det specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.</i>	R, TR, V, F	25%	100%	0%
<i>Justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår.</i>	TR, S, RT, V, F	58%	100%	0%
<i>Det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.</i>	TR, V, F	17%	100%	0%
<i>Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål.</i>	TR, S, V, F	58%	100%	0%
<i>Det forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes, eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det udskiftede præstationsmål er mere relevant.</i>	R, TR, S, RT, F	75%	100%	0%
		47%		

Tabel 6.2 viser, i hvor høj grad de børsnoterede selskaber opfylder et givent parameter, der afdækker forskellige kvalitetskrav. Endvidere oplyses den højeste og laveste score, der er afgivet i inden for hvert analyseparameter.

R = Relevans, TR = troværdig repræsentation, S = sammenlignelighed, V = Verificerbarhed, F = Forståelighed, RT = Rettidighed

Selskabernes generelle lave score på stort set alle analyseparametrene er i høj grad påvirket af opfyldelsen af kvalitetskravet, *Troværdig repræsentation*, da mange af de justerede præstationsmål vurderes at være præsenteret upålideligt i ledelsesberetningen.

Ti selskaber fremhæver minimum ét justeret præstationsmål med en misvisende eller vildledende betegnelse. Det er ikke blot forfatterens opfattelse, at der anvendes betegnelser på justerede præstationsmål, som kan være vildledende. Informant Niels Granholm-Leth fortæller, at han har oplevet, at det først flere dage efter offentliggørelsen af et selskabs årsrapport er gået op for ham og andre professionelle investorer, at driftsresultatet var justeret (Granholm-Leth, 2019).

Resultatet af vores undersøgelse er i lighed med anden forskning på området, herunder en undersøgelse af oplysninger om justeret indtjening præsenteret i pressemeddelelser udsendt af store børsnoterede selskaber i Tyskland. Her var den generelle observation, at oplysningerne i pressemeddelelserne om de justerede resultater var af ringe kvalitet (Hitz, 2010). I overensstemmelse med resultatet af vores undersøgelse viste undersøgelsen af de tyske børsnoterede selskaber, at hvert fjerde selskab ikke offentliggjorde oplysninger om justeringerne samt at over hvert tredje selskab ikke offentliggjorde den beløbsmæssige størrelse på dem (Hitz, 2010). Dette indikerer, at oplysningerne om justerede resultater i pressemeddelelserne i lighed

med rapporteringen i ledelsesberetningen, som denne afhandling har fokus på, tillige kun i lav grad opfylder kvalitetskravene.

6.3 Opfyldelse af kvalitetskrav

6.3.1 Relevans af justerede præstationsmål

Relevans er ét af de fundamentale kvalitative karakteristika, hvor tilstedeværelsen er betydningsfuld for ledelsesberetningens evne til at udgøre en retvisende redegørelse. Ved relevans forstås, at informationen skal være i stand til at gøre en forskel for regnskabsbrugers beslutning vedrørende ressourceallokering²⁹.

Kvalitetskravet, *Relevans*, afdækkes af to af de opstillede analyseparametre, som scorer henholdsvis 25 % og 75 %.

Det er på baggrund af de analyseparametrene identificeret, at det oftere er undtagelsen end reglen, at selskaberne forklarer, hvorfor de justerede præstationsmål er relevante for regnskabsbrugers forståelse af virksomheden samt hvilke underliggende forudsætninger, der ligger til grund for de enkelte justeringer. Dette har naturligvis påvirket vores vurdering af, hvorvidt selskaberne lever op til kravet om relevans, hvilket afspejles i selskabernes score.

6.3.1.1 Vurdering af relevans på baggrund af spørgeskemaundersøgelse og interviews

Som supplement til analysen af selskabernes opfyldelse af de fem opstillede analyseparametre gør vi brug af yderligere primær empiri i form af en spørgeskemaundersøgelse og interviews med aktieanalytikere. Herved forsøges fastlagt, hvorvidt børsnoterede selskabers rapportering af justerede præstationsmål er relevante for regnskabsbrugers investeringsbeslutninger, og om der er overensstemmelse med selskabernes faktiske rapportering.

²⁹ Se afsnit 5.3.1.1 for en gennemgående beskrivelse af kravet om relevans.

Diagram 6.1: Mismatch mellem regnskabsbrugernes og selskabernes vægtning af resultatmål

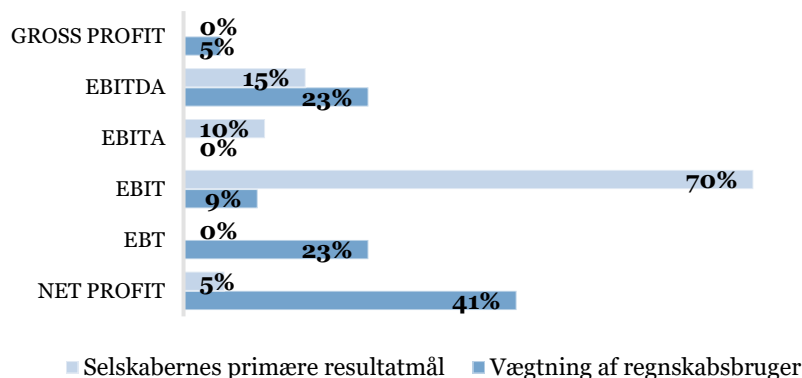


Diagram 6.1 sammenholder regnskabsbrugernes svar på spørgeskemaundersøgelsens spørgsmål 9: "Hvilket resultatmål vægter du højest?" og hvilke primære resultatmål selskaberne arbejder med.

I undersøgelsen finder vi, at de resultatmål, regnskabsbruger vægter højest, ikke harmonerer med selskabernes primære resultatmål. Det er opsigtsvækkende, at 41 % af de adspurgte regnskabsbrugere vægter 'Net profit' højest, men blot 5 % af selskaberne arbejder med 'Net profit' som deres primære resultatmål. Tilsvarende er det interessant, at 70 % af selskaberne arbejder med 'EBIT' som deres primære resultatmål, men blot 9 % af respondenterne vægter dette resultatmål højest.

Af spørgeskemaundersøgelsens spørgsmål 5 kan det udledes, hvorvidt regnskabsbruger finder de justerede præstationsmål relevante set i forhold til de tilsvarende ikke-justerede præstationsmål.

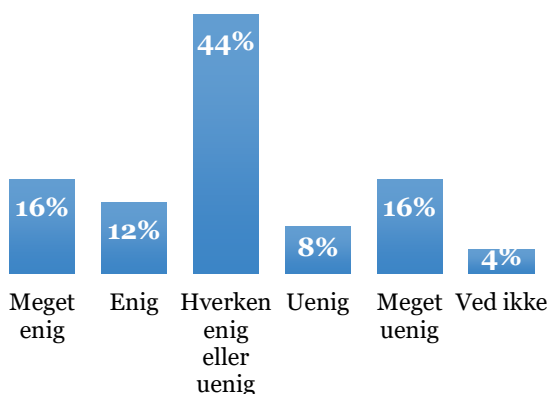


Diagram 6.2 viser fordelingen af private regnskabsbrugeres svar på spørgeskemaundersøgelsens spørgsmål 5: "I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn?: "Justerede hoved- og nøgletal er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede hoved- eller nøgletal".

28 % af de private regnskabsbrugere er enige eller meget enige i, at justerede præstationsmål er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede præstationsmål. Tilsvarende er 24 % uenige eller meget uenige i, at justerede præstationsmål er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede præstationsmål. 44 % er hverken enige eller uenige i udsagnet, hvilket tolkes som et udtryk for, at respondenterne mener, at justerede præstationsmål i nogle tilfælde er mere retvisende end tilsvarende ikke-justerede præstationsmål og vice versa. På baggrund heraf kan vi konkludere, at rapportering af justerede præstationsmål har sin berettigelse i

ledelsesberetningen ifølge en væsentlig andel af de private regnskabsbrugere. Deres tilkendegivelse om, at justerede præstationsmål er mere retvisende end de ækvivalente ej justerede præstationsmål tolkes som et udtryk for, at justerede præstationsmål i nogle tilfælde har indvirkning på de private regnskabsbrugeres investeringsbeslutninger.

50 % af de professionelle regnskabsbrugere er enig i, at justerede præstationsmål er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede præstationsmål (*diagram 6.3*). De resterende 50 % er enten uenig eller meget uenig i, at justerede præstationsmål er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede præstationsmål. Der er således også uenighed mellem de respondenter, der har identificeret sig som professionelle regnskabsbrugere, om berettigelsen af rapportering af justerede præstationsmål i ledelsesberetningen, men ikke desto mindre må resultatet tolkes som, at justerede præstationsmål har relevans for nogle professionelle regnskabsbrugere.

Det skal have sig i mente, at der blot er få respondenter, der har identificeret sig som professionelle regnskabsbrugere, hvorfor dette er spinkelt grundlag at konkludere noget om den samlede population på.

Spørgeskemaundersøgelsen suppleres derfor af to interviews med professionelle regnskabsbrugere, som ligeledes blev spurgt ind til deres anvendelse af justerede præstationsmål³⁰.

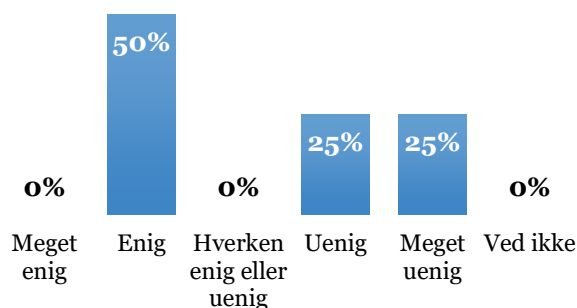


Diagram 6.3 viser fordelingen af professionelle regnskabsbrugeres svar på spørgeskemaundersøgelsens spørgsmål 5: "I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn?: "Justerede hoved- og nøgletal er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede hoved- eller nøgletal".

De interviewede professionelle regnskabsbrugere anvender ikke de justerede præstationsmål, som rapporteres i ledelsesberetningen. Årsagen er, at de har deres egne metoder at opgøre præstationsmålene på. De professionelle regnskabsbrugere tager udgangspunkt i de finansielle opgørelser, hvortil de foretager de justeringer, de finder rigtige. De foretagne justeringer kan variere alt, efter om de foretages af en aktieanalyseafdeling eller kreditanalyseafdeling samt variere på tværs af de enkelte banker (Granholt-Leth, 2019).

Det kan på baggrund af vores spørgeskemaundersøgelse og interviews konkluderes, at rapporteringen af justerede

³⁰ Se afsnit 2.2.1.4.1 for en nærmere beskrivelse af de afholdte interviews.

præstationsmål primært har relevans for de private regnskabsbrugere. Modsætningsvist har de justerede præstationsmål ikke relevans for de professionelle regnskabsbrugeres investeringsbeslutninger.

Resultatet af vores undersøgelse af relevansen af justerede præstationsmål understøttes af tidligere forskning på området. Bhattacharya, Black, Christensen, & Mergenthaler (2007) finder i lighed med os, at mindre sofistikerede (private) investorers investeringer korrelerer med omfanget og retningen på rapportering af non-GAAP information, og at der modsat ingen sammenhæng er mellem sofistikerede (professionelle) investorers investeringer og rapportering af non-GAAP information.

6.3.2 Analyseparameter 1

Analyseparameter 1	R	TP	S	V	RT	F	Gns.
Formålet med justeringen kan identificeres, og det specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.	✓	✓		✓		✓	25%

Analyseparameter 1 afdækker kvalitetskravene *relevans*, *troværdig repræsentation*, *verificerbarhed* samt *forståelighed*. Det er forfatterens opfattelse, at et justeret præstationsmål først er troværdigt repræsenteret i årsrapporten, når formålet med justeringen kan identificeres, og det skal endvidere specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.

Analyseparameteret knytter sig især til kvalitetskravet *forståelighed*, da analyseparameteret belyser rationale bag justeringen og anvendeligheden af det justerede præstationsmål, hvilket ultimativt har en effekt på kvalitetskravene *troværdig repræsentation* og *relevans*.

De justerede præstationsmål anses i denne afhandling for at opfylde kravet om forståelighed, når oplysningerne om disse er beskrevet og præsenteret klart og koncist (Beest, Braam, & Boelens, 2009; AcSB, 2018). En transparent præsentation af de justerede præstationsmål forsyner regnskabsbruger med de nødvendige informationer til at kunne forstå de foretagne justeringer (AcSB, 2018).

Ikke des mindre vil opfyldelsen analyseparameteret have en påvirkning på samtlige af de afdækkede kvalitetskrav.

De justerede præstationsmål opfylder generelt set kun i lav grad analyseparameter 1, da selskaberne i gennemsnit blot scorer 25 %. Dette skyldes, at årsrapporten ikke i tilstrækkelig grad forsynes med de informationer, som vi har vurderet, er nødvendige for at opnå den fornødne forståelse af den eller de foretagne justeringer.

6.3.2.1 Eksempler fra årsrapporter

6.3.2.1.1 Ingen forklaring på rationale bag justeringer

A. P. Møller-Mærsk fremhæver det alternative præstationsmål 'Underlying profit' frem for det ækvivalente ikke-justerede præstationsmål 'Profit of the year'. Rationalet bag anvendelsen og fremhævelsen af 'Underlying profit' versus 'Profit of the year' forklares ingen steder i hverken ledelsesberetningen eller den øvrige årsrapport. Ej heller adresseres det, hvorfor netop denne beregningsmetode af 'Underlying profit' er relevant for forståelsen af den underliggende forretning.

A. P. Møller-Mærsk er langt fra alene om at yde utilstrækkelige oplysninger om de foretagne justeringer. Ud af samtlige analyserede selskaber er der blot få selskaber, som lever op til kriterierne for *forståelighed*. Årsagen er, at selskaberne ikke præsenterer de justerede præstationsmål klart og koncist i årsrapporten. Oplysningerne giver kun i lav grad regnskabsbruger en forståelse for hvilke justeringer, der er foretaget, og hvorfor selskaberne har foretaget disse.

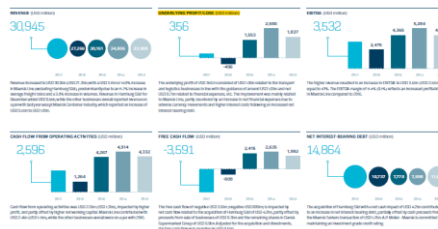
6.3.2.1.2 Forklaring på rationalet bag justeringer

Et selskab som Carlsberg justerer flittigt sine præstationsmål i ledelsesberetningen, men er tillige ét af de analyserede selskaber, der i højeste grad forsøger at oplyse regnskabsbruger om begrundelsen for og rationalet bag justeringerne.

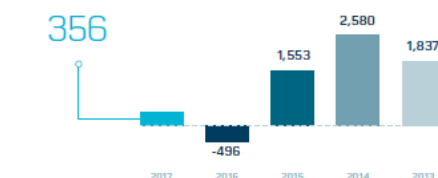
Carlsberg adresserer i afsnittet for regnskabspraksis: Hvad de betragter som 'Special items', hvorfor de justerer for 'Special items' samt at brugen af 'Special items' indebærer ledelsen skøn i

A.P. Møller - Maersk at a glance

Following the separation of the energy businesses, with Maersk Oil, Maersk Tankers and Maersk Drilling classified as discontinued operations in Q3 2017, and Maersk Supply Service in Q4 2017, the below key figures reflect only the continuing operations.



UNDERLYING PROFIT/LOSS (USD million)



The underlying profit of USD 356m consisted of USD 1.0bn related to the transport and logistics businesses in line with the guidance of around USD 1.0bn and net USD 0.7bn related to financial expenses, etc. The improvement was mainly related to Maersk Line, partly countered by an increase in net financial expenses due to adverse currency movements and higher interest costs following an increased net interest-bearing debt.

A. P. Møller-Mærsk, Årsrapport 2017, s. 9.

adskillelsen fra andre poster i resultatopgørelsen. Det er positivt, at de belyser rationale bag de foretagne justeringer desuagtet, af om man er enig i deres anvendelse af 'Special items' eller ej.

Tilsvarende gør sig gældende for DSV, der ligeledes beskriver, hvorfor de rapporterer præstationsmål justeret for 'Special items'. Ligesom Carlsberg har vi scoret forståeligheden af DSVs justerede præstationsmål væsentligt højere end gennemsnittet.

Det er ikke en generel observation, at selskaberne forklarer rationale bag rapporteringen af de justerede præstationsmål, tværtimod. Det er således forfatterens opfattelse, at størstedelen af de øvrige selskabers rapportering af justerede præstationsmål står i kontrast til Carlsberg og DSV, hvorfor de besidder en lav grad af forståelighed, fordi de undlader at oplyse om rationale bag rapporteringen af de justerede præstationsmål. Denne opfattelse understøttes af resultaterne af vores spørgeskemaundersøgelse og interviews³².

6.3.3 Analyseparameter 2

Analyseparameter 2	R	TP	S	V	RT	F	Gns.
Justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår.		✓	✓	✓	✓	✓	58%

Analyseparameter 2 afdækker kvalitetskravene *troværdig repræsentation, sammenlignelighed, verificerbarhed, rettidighed* samt *forståelighed*. Det er forfatterens opfattelse, at et justeret præstationsmål først er troværdigt repræsenteret i årsrapporten, når justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår.

Analyseparameteret knytter sig især til de forstærkende kvalitetskrav *verificerbarhed, forståelighed* og *sammenlignelighed*, som alle påvirker de fundamentale kvalitative

ACCOUNTING POLICIES

Special items include significant income and expenses of a special nature in terms of the Group's revenue-generating operating activities that cannot be attributed directly to the Group's ordinary operating activities. Such income and expenses include the cost of extensive restructuring of processes and fundamental structural adjustments, as well as any gains or losses arising from disposal of assets that have a material effect over a given period.

ACCOUNTING ESTIMATES AND JUDGEMENTS

The use of special items entails management judgement in the separation from other items in the income statement. Management carefully considers such items in order to ensure the correct distinction between operating activities and restructuring of the Group initiated to enhance the Group's future earnings potential and efficiency.

Carlsberg, Årsrapport 2017, s. 82.

Presentation of line items and subtotals

The presentation of line items and subtotals is based on separate classification of material groups of similar items. In the income statement, income and expense items are classified based on the nature of expense method in accordance with IAS 1. Furthermore, the use of special items is applied to improve the transparency and understanding of the Group's financial statements by separating the core performance of the Group from exceptional items. For a definition and reconciliation of Group results before and after special items, please see note 2.6 Special items.

DSV, Årsrapport 2017, s. 49.

³² Bilag 1: spørgsmål 4 og 5, bilag 3 samt bilag 4

karakteristika. Opfyldelse af analyseparameteret giver regnskabsbruger en forståelse for, hvordan det justerede præstationsmål er opgjort, og hvordan det adskiller sig fra det ækvivalente ikke-justerede præstationsmål. Endvidere muliggør det sammenligning af det alternative præstationsmål på tværs af selskaber.

Vi finder i undersøgelsen, at graden af *verificerbarhed* spiller en væsentlig rolle for opfyldelsen af analyseparameteret, hvilket er forbundet med, at verificerbarheden påvirker forståeligheden og sammenligneligheden.

Verificerbarhed har til formål at hjælpe regnskabsbruger med at sikre, at et præstationsmål troværdigt repræsenterer den underliggende økonomiske information, som det foregiver at præsentere (AcSB, 2018; Beest et al., 2009). Hermed menes, at mellem oplyste regnskabsbrugere skal der foreligge generel konsensus om rimeligheden af inputs og skøn, der ligger til grund for opgørelsen af det justerede præstationsmål (Beest et al., 2009).

I denne afhandling anses et justeret præstationsmål for at være verificerbart, når det på baggrund af de oplysninger, der er tilgængelige i årsrapporten, kan valideres. Hvormed der menes, at beregningsmetoden, herunder forudsætninger, der ligger til grund for udregningen, og afstemningen til det ækvivalente ikke-justerede præstationsmål oplyses.

Analyseparameter 2 er ét af de parametre, hvor vi har vurderet, at de danske selskaber klarer sig bedst. Vi har vurderet, at syv ud af de omfattede selskaber opfylder analyseparameterets udsagn, hvorfor selskaberne i gennemsnit scorer 58 %.

Om end analyseparameteret scorer over gennemsnittet, er der plads til væsentlige forbedringer i relation til verificerbarheden af flere af de rapporterede justerede præstationsmål.

I lighed med resultatet af vores undersøgelse finder Hitz (2010) i sin undersøgelse af tyske selskabers rapportering af justerede præstationsmål, at over halvdelen af selskaberne enten ikke giver nogen eller kun utilstrækkelige oplysninger om justeringerne samt at blot en tredjedel af selskaberne afstemmer de justerede præstationsmål til GAAP præstationsmål, hvilket har en negativt effekt på verificerbarheden.

6.3.3.1 Eksempler fra årsrapporter

6.3.3.1.1 Ingen definition eller beregningsmetode

Det justerede præstationsmål 'Operating profit before other items' fremhæves af ISS, men i hverken ledelsesberetningen eller årsrapporten som helhed oplyses en definition eller beregningsmetode på det justerede præstationsmål.

Selskabet præsenterer imidlertid en afstemning af 'Operating profit before other items' til 'Operating profit'. Den beløbsmæssige effekt af de foretagne justeringer specificeres, hvilket således muliggør en præcis afstemning af 'Operating profit before other items' til 'Operating profit'. Eftersom selskabet præsenterer en afstemning af det justerede præstationsmål til det ækvivalente ikke-justerede præstationsmål, øges verificerbarheden og den troværdige repræsentation af præstationsmålet. Modsætningsvist påvirkes opfyldelsen af de relevante kvalitetskrav negativt af den manglende definition og beregningsmetode.

		2017		
DKK million	Note	Adjusted results	Acquisition-related	Reported results
Revenue	2.1	79,912	-	79,912
Staff costs	6.3, 6.4	(50,199)	-	(50,199)
Consumables		(7,347)	-	(7,347)
Other operating expenses	7.7	(17,140)	-	(17,140)
Depreciation and amortisation ¹⁾	4.6, 7.1	(710)	-	(710)
Operating profit before other items		4,516	-	4,516
Other income and expenses, net	2.3	(548)	-	(548)
Goodwill impairment	4.7	-	(90)	(90)
Amortisation/impairment of brands and customer contracts	4.6	-	(521)	(521)
Operating profit	2.1, 7.6	3,968	(611)	3,357

Afstemning, ISS, Årsrapport 2017, s. 62.

The Group generated an EBIT of DKK 2,504 million before restructuring costs and growth of 25% in underlying EBIT, when adjusting for the negative exchange rate effect of DKK 103 million compared to 2016 and for one-offs in 2016.

Utilstrækkelig definition, William Demant, Årsrapport 2017, s. 15.

William Demant fremhæver 'Underlying EBIT' narrativt i ledelsesberetningen (se ovenstående udklip). Formuleringen i ledelsesberetningen skaber en vis usikkerhed om, hvad der skal forstås ved 'Underlying EBIT', om end det kan udledes af teksten, at 'Underlying EBIT' ikke omfatter negativ valutakurseffekt og såkaldte 'One-offs'. Det må endvidere antages, at 'Underlying EBIT' tillige er justeret for restruktureringsomkostninger, da selskabet arbejder med 'EBIT før restruktureringsomkostninger'. William Demant dedikerer ikke plads i årsrapporten til hverken en definition, beregningsmetode eller afstemning af 'Underlying EBIT'. Det står tillige hen i det uvisse, hvordan selskabet definerer 'One-offs', og hvilke omkostninger (og indtægter) der justeres for.

Verificerbarheden eller mangel på samme af 'Underlying EBIT' har således en væsentlig negativ indvirkning for pålideligheden af præstationsmålet.

6.3.3.1.2 Ingen afstemning

A.P. Møller-Mærsk fremhæver i ledelsesberetningen præstationsmålet 'Underlying profit', som defineres:

“Profit/loss for the year from continuing operations adjusted for net gains/losses from sale of non-current-assets, etc. and net impairment losses as well as transaction and integration costs related to acquisitions [...]”.

(A. P. Møller-Mærsk, Årsrapport 2017, s. 144.)

Selskabet opfylder forudsætningen om, at der skal oplyses en beregningsmetode for justerede præstationsmål. A. P. Møller-Mærsk foretager desuden en form for afstemning af 'Underlying profit' til det ækvivalente GAAP præstationsmål 'Profit/loss'. Afstemningen tilfører imidlertid ikke læseren yderligere

oplysninger om justeringen som ligger bag 'Underlying profit'. Det er således ikke muligt at validere beregningsmetoden af 'Underlying profit' og dermed afstemme effekten af de enkelte justeringer, der er foretaget på 'Profit/loss'. Graden af verificerbarhed af A. P. Møller-Mærsk's rapportering af 'Underlying profit' er således vurderet at være lav, da effekten af de enkelte justeringer ikke kan valideres på baggrund af de oplysninger, der gives i årsrapporten.

HIGHLIGHTS FOR THE YEAR (CONTINUING OPERATIONS)

USD million	Revenue		Underlying profit/loss		Profit/loss	
	2017	2016	2017	2016	2017	2016
Maersk Line ¹	24,299	20,715	511	-384	541	-376
APM Terminals	4,138	4,176	414	433	-168	438
Damco	2,668	2,507	-36	31	-35	31
Swire	659	642	114	89	102	91
Maersk Container Industry	1,016	564	38	-53	38	-55
Financial items, net after tax	-	-	-642	-610	-642	-610
Other businesses, unallocated and eliminations	-1,835	-1,338	-43	-2	-30	12
Continuing operations	30,945	27,266	356	-496	-194	-469
Discontinued operations	-	-	-	-	-970	-1,428
A.P. Møller - Maersk consolidated	30,945	27,266	356	-496	-1,164	-1,897

¹ Including Hamburg Süd for December.

Utilstrækkelig afstemning, A.P. Møller-Mærsk, Årsrapport 2017, s. 11.

6.3.3.1.3 Usammenlignelighed på tværs af selskaber

Kravet til *sammenlignelighed* omfatter blandt andet, at præstationsmål skal være sammenlignelige på tværs af selskaber. Sammenligneligheden af de justerede præstationsmål på tværs af de omfattede selskaber afdækkes ikke direkte af de udarbejdede analyseparametre, da denne del af analysen er foretaget på selskabsniveau. Dét, at selskaberne skal oplyse om blandt andet beregningsmetoder og definitioner på de justerede præstationsmål, muliggør imidlertid en vurdering af, hvorvidt præstationsmålene er sammenlignelige.

Præstationsmål, der er ens af natur, er sammenlignelige, når de kan sammenlignes på tværs af selskaber i samme branche (AcSB, 2018). Med andre ord skal lignende situationer præsenteres ens, og forskellige situationer præsenteres forskelligt (Beest et al., 2009).

Til vurdering af sammenligneligheden af de rapporterede justerede præstationsmål på tværs af selskaber, er der lagt vægt selskabernes regnskabspraksis og beskrivelsen af de enkelte justerede

præstationsmål i årsrapporten, hvilket er to faktorer, som er specielt vigtige, når sammenligneligheden af årsrapporter på tværs af selskaber vurderes (Jonas & Blanchet, 2000).

Vores undersøgelse viser, at selskaberne anvender vidt forskellige termer om de samme præstationsmål. Tilsvarende viser vores undersøgelse, at de enkelte præstationsmål defineres forskelligt selskaberne imellem. Dette bevirker, at de (samme) justerede præstationsmål ikke er sammenlignelige på tværs af selskaberne, hvilket ligeledes er observeret af tidligere forskning på området (Doyle, Lundholm, & Soliman, 2003; Bhattacharya et al., 2004).

Det er uhensigtsmæssigt for regnskabsbruger, hvis forskellige termer anvendes om de samme præstationsmål, hvilket tillige er tilfældet, hvis det samme præstationsmål defineres på forskellig vis. Variationen i de anvendte termer og definitioner er problematisk, fordi den skader sammenligneligheden, da regnskabsbruger kan have vanskeligt ved at vide, hvad der præcis menes (Plenborg, 2008).

Af afsnit 3.4.1 *Specificering af udvalgte justeringer* kan det udledes, at selskaber, der justerer for poster med betegnelsen 'Special items' eller lignende, overordnet set betragter disse poster ens. Selskaberne definerer 'Special items' som indtægter og omkostninger, der ikke relaterer sig til den sædvanlige drift og er af ikke-tilbagevendende karakter.

På baggrund heraf kunne det formodes, at præstationsmål, der justeres for 'Special items' og lignende, er sammenlignelige på tværs af de analyserede selskaber.

Som tabel 6.3 illustrerer, består 'Special items' af mange forskellige typer af indtægter og omkostninger, hvorfor det samme præstationsmål justeret for 'Special items', ikke nødvendigvis er sammenligneligt på tværs af selskaber.

Tabel 6.3: 'Special items o.l.'	Antal selskaber (9)
Restructuring costs	7
Gain/loss related to acquisitions and divestments of enterprises	5
Impairment costs	3
Gain/loss related to disposal of assets, entities and activities	3
Settlements and costs in connection with lawsuits	1
Termination benefits	1

Tabel 6.3: Opgørelse over hvor mange selskaber, der justerer for poster betegnet som 'Special items' eller lignende samt hvilke indtægter og omkostninger, de behandler som 'Special items'.

ACCOUNTING POLICIES

Special items include significant income and expenses of a special nature in terms of the Group's revenue-generating operating activities that cannot be attributed directly to the Group's ordinary operating activities. Such income and expenses include the cost of extensive restructuring of processes and fundamental structural adjustments, as well as any gains or losses arising from disposal of assets that have a material effect over a given period.

Special items also include significant non-recurring items, including termination benefits related to retirement of members of the Executive Committee, impairment of goodwill (including goodwill allocated to associates and joint ventures) and brands, gains and losses on the disposal of activities and associates, revaluation of the shareholding in an entity held immediately before a step acquisition of that entity, and transaction costs in a business combination.

Carlsberg, årsrapport 2017, s. 82.

Special items comprise:

- Restructuring costs, impairment costs, etc. relating to fundamental structural, procedural and managerial reorganisations as well as any related gains or losses on disposals.
- Transaction and restructuring costs relating to acquisition and divestment of enterprises.

DSV, Årsrapport 2017, s. 55.

Af udklippene fremgår, hvilke typer og indtægter og omkostninger henholdsvis Carlsberg og DSV inkluderer i deres opgørelse af 'Special items'. De to selskaber anvender den samme betegnelse for justeringen, om end de justerer for forskellige poster. Carlsberg betragter fx fratrædelsesgodtgørelser til direktionsmedlemmer som 'Special items', hvilket ikke er tilfældet hos DSV. Carlsbergs 'Operating profit before special items' er således ikke fuldstændig sammenlignelig med DSVs 'Operating profit before special items' og vice versa. Coloplast rapporterer ligeledes 'Operating profit before special items', hvor 'Special items' udelukkende omfatter forligsomkostninger til retssager i USA³⁴. Deres 'Special items' afviger således betydeligt fra de to førnævnte selskabers definition af 'Special items', hvorfor Coloplasts driftsresultat ikke anses for sammenligneligt med de to andre selskaber og omvendt.

Tilsvarende har vi observeret, at flere selskaber beregner 'Organisk omsætningsvækst' på måder, der afviger betydeligt fra Finansforeningens definition af nøgletallet, hvilket mindsker sammenligneligheden af nøgletallet på tværs af de omfattede selskaber. Det er observeret, at NKT inkluderer opkøb i løbet af året i deres organiske vækst, Chr. Hansen justerer deres organiske vækst for prisnedslag, og Coloplast justerer deres organiske vækst for prisnedslag, mængderabatter og kontantrabatter.

Lignende forskning på området har undersøgt sammenligneligheden af justeret 'EBITDA' på tværs af selskaber. Det findes af denne forskning, at der er et væsentligt problem i relation til sammenligneligheden af justeret 'EBITDA' på tværs af selskaber (Mulford & Comiskey, 2002). Ydermere anføres det, at usammenligneligheden af justeret 'EBITDA' blot øger den allerede eksisterende uforlignelighed af EBITDA på tværs af selskaber, som skyldes forskelligheder i regnskabsprincipper og regnskabsmæssige skøn selskaberne imellem (Mulford & Comiskey, 2002). Forfatterens skepsis i relation til sammenligneligheden af justerede præstationsmål, herunder især rapportering af justeringer med betegnelser som fx 'Special items', er således ikke enestående, men i overensstemmelse anden forskning på området, som ligeledes viser, at justeringer mindsker sammenligneligheden på tværs af selskaber.

³⁴ Coloplast A/S Årsrapport 2017, s. 2.

6.3.4 Analyseparameter 3

Analyseparameter 3	R	TP	S	V	RT	F	Gns.
Det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.		✓		✓		✓	17%

Analyseparameter 3 afdækker kvalitetskravene *troværdig repræsentation, verificerbarhed, samt forståelighed*. Det er forfatterens opfattelse, at et justeret præstationsmål først er troværdigt repræsenteret i årsrapporten, når det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.

Det er forfatterens opfattelse, at en retvisende betegnelse på justerede præstationsmål er essentiel for opfyldelsen af kvalitetskravet *troværdig repræsentation*. Det er fundamentalt for, at ledelsesberetningen kan udgøre en retvisende redegørelse, jf. ÅRL § 11, stk. 1, at oplysningerne er troværdigt repræsenteret. I relation til denne afhandling forstås *troværdig repræsentation* som kravet om, at de justerede præstationsmål troværdigt repræsenterer den økonomiske virkelighed i selskaberne.

Kvalitetskravet *troværdig repræsentation* kan påvirkes af de forstærkende egenskaber, hvorfor *troværdig repræsentation* naturligt afdækker samtlige analyseparametre.

Vores undersøgelse viser, at hele ti af de analyserede selskaber anvender en betegnelse på ét eller flere justerede præstationsmål, som ikke er retvisende for indholdet. Dette har medvirket til, at de danske selskaber i gennemsnit kun scorer 17 % på analyseparameter 3. Vurderingen af selskabernes opfyldelse af analyseparameteret trækker således den gennemsnitlige score for samtlige analyseparametre væsentligt ned.

6.3.4.1 Eksempler fra årsrapporter

6.3.4.1.1 Brugen af 'Special items' og lignende

Justeringer for såkaldte 'Special items' og lignende er de oftest forekommende justeringer blandt C25-selskaberne. Disse "specielle poster" betragtes af selskaberne som usædvanlige og af ikke-tilbagevendende karakter. IFRS adskiller ikke poster af driftsmæssig karakter fra engangsposter eller poster af usædvanlig karakter, og CESR giver ikke en klar definition af termene, hvorfor det er op til det enkelte selskab at definere og oplyse om, hvad de anser som værende 'Special items', 'Non-recurring items' og lignende (Magli et al., 2017).

Vi anlægger i denne afhandling samme opfattelse af, hvad der skal forstås ved 'Special items', 'Non-recurring items' og lignende som tilsvarende udenlandsk forskning. Det er således vores opfattelse, at 'Special items' udgør ekstraordinære poster, der ligger fjernt fra den normale drift af virksomheden, som typisk ikke er af tilbagevendende karakter (Magli et al., 2017).

Hvis et selskab justerer for den samme post i flere på hinanden efterfølgende perioder, er det vores opfattelse, at denne post ikke kan karakteriseres som værende ”speciel”, da den i så fald i højere grad har karakter af at være sædvanlig og tilbagevendende. ’Special items’ er følgelig indtægter og omkostninger, som ikke forventes at opstå regelmæssigt.

C25-selskaberne justerer deres præstationsmål for indtægter og især omkostninger, som de betegner som engangsposter, men som vi vurderer er tilbagevendende. Det er af tidligere forskning ligeledes påvist, at selskaber ofte ekskluderer deres præstationsmål for tilbagevendende driftsrelaterede poster (Black, Black, Christensen, & Gee, 2015).

Carlsberg scorer generelt set højere end gennemsnittet i vores analyse af rapporteringskvaliteten af justerede præstationsmål med en score på 60 %. Det er alligevel nødvendigt at fremhæve selskabets brug af såkaldte ’Special items’ i relation til kvalitetskravet *troværdig repræsentation*, herunder de underliggende krav om fuldstændighed, neutralitet og fejlfrihed.

Carlsberg definerer ’special items’ som:

”[...] significant income and expenses of a special nature in terms of the Group’s revenue generating operating activities that cannot be attributed directly to the Group’s ordinary operating activities [...]. Special items also include significant non-recurring items [...].”
(Carlsberg, Årsrapport 2017, s. 82.)

I deres terminologi er ’Special items’ væsentlige indtægter og omkostninger, der ikke direkte kan henføres til koncernens almindelige driftsaktiviteter samt væsentlige ikke-tilbagevendende engangsposter.

Carlsberg oplyser, at ’Special items’ inkluderer indtægter og omkostninger til restruktureringer, gevinst og tab fra salg af aktiver, fratrædelsesgodtgørelser til direktionsmedlemmer, nedskrivning på goodwill og brands m.v.³⁶.

Langt de fleste indtægter og omkostninger, der klassificeres som ’Special items’ af Carlsberg, er af tilbagevendende karakter, da de påvirker flere perioder (*Tabel 6.4*).

³⁶ Carlsberg A/S, Årsrapport 2017, note 3.1, s. 82.

Tabel 6.4: Special items

Special items, income	2015	2016	2017	2018
Gain on disposal of entities and activities	✓	✓	✓	✓
Reversal of impairment prior years		✓	✓	✓
Gain on disposal of property, plant and equipment impaired prior years	✓	✓	✓	✓
Reversal of provision recognised in a purchase price allocation in prior years		✓		
Revaluation gain on step acquisition of entities				✓
Special items, expenses	2015	2016	2017	2018
Impairment, restructuring and termination benefits	✓	✓	✓	✓
Impairment of brands	✓	✓	✓	
Disposal and impairment of real estate	✓	✓		
Costs related to acquisitions and loss on disposal of entities	✓		✓	✓

Tabel 6.4 viser, hvilke indtægter og udgifter Carlsberg har haft fra 2015-2018, som de karakteriserer som 'Special items'. Egen tilvirkning på baggrund af note 3.1.

Det er tydeligt, at vores opfattelse af begrebet 'Special items' ikke er i overensstemmelse med Carlsbergs qua *afsnit 6.3.4.1.1 Brugen af 'Special items' og lignende* sammenholdt med *tabel 6.4*. Vores opfattelse af Carlsbergs (mis)brug af betegnelsen 'Special items' deles af Niels Granholm-Leth, som mener, at Carlsberg misrøgter udtrykket 'Special items' (Granholm-Leth, 2019).

Carlsberg har i samtlige analyserede år (2015-2018) afholdt restruktureringsomkostninger, som de altså karakteriserer som 'Special items'. Det er vores og anden tilsvarende forsknings (Magli et al., 2017) holdning, at 'Special items', som Carlsberg selv definerer som engangsposter, ikke må være af tilbagevendende karakter. Dette er blandt andet tilfældet med Carlsbergs restruktureringsomkostninger. Porteføljeforvalter i Bankinvest, Niels Andersen udtaler til nyhedsmediet Finans, at når restruktureringerne sker hvert år, er det ikke ekstraordinære udgifter (Beck, 2019).

Cees't Hart, administrerende direktør i Carlsberg, begrundet den årlige klassificering af restruktureringsomkostninger som 'Special items' med, at omkostningerne stammer fra projekter, der har væsentlig indflydelse på forretningen, og som ikke er sammenlignelige over årene, fordi de er af forskellig art, omfang og geografisk placering (Beck, 2019). Det er imidlertid ikke en begrundelse, vi anser som valid, da Carlsberg driver en international forretning, hvor det må forventes, at der løbende er behov for at foretage restruktureringer. Hvis arten, omfanget og den geografiske placering af restruktureringerne skal være helt sammenlignelige for at omkostninger karakteriseres som ekstraordinære eller ej, vil restruktureringsomkostninger i en global virksomhed nok aldrig være helt sammenlignelige på tværs af perioder og dermed altid være af ekstraordinær karakter.

Denne opfattelse støttes af Niels Andersen, der mener, at en international forretning, hvor der løbende ryddes op, bør behandle omkostningerne hertil som en del af den ordinære drift (Beck, 2019). Tilsvarende udtaler Mark Christoffer Jessen, ATP (Jessen, 2019):

"Når man nu er en multinational virksomhed, så er der altid noget at rydde op i."

Financial Reporting Council (FRC)³⁷ udtrykker tilsvarende på baggrund af deres egen analyse af 20 engelske selskaber, at deres primære bekymring i relation til brugen af alternative præstationsmål er anvendelsen af betegnelsen 'Non-recurring' og brugen af lignende termer som 'Unusual', 'Infrequent' og 'One-off' i relation til blandt andet restruktureringsomkostninger og nedskrivninger (FRC, 2017).

"For larger companies in particular, there will be few occasions when there is only one event in a period of years, which drives such charges. [...] We recommend that, in general, companies remove such descriptions as 'non-recurring' from their definitions of APMs and select more accurate labels" (FRC, 2017).

Endvidere må der sættes spørgsmålstegn ved neutraliteten af Carlsbergs justeringer, da de anvender en definition på 'Special items', der indeholder flere omkostningstunge poster relativt indtægtstunge poster. I 2018, 2017 og 2015 udgjorde 'Special items' en omkostning på henholdsvis DKK 88 mio., DKK 4.565 mio. og DKK 8.659 mio. Til sammenligning udgjorde 'Special items' i 2016 blot en indtægt på DKK 251 mio., hvilket indikerer at justeringen typisk påvirker præstationsmålene i positiv retning.

I relation hertil er det vores vurdering, at Carlsberg kompromitterer den troværdige repræsentation, når de behandler ikke-ubetydelige omkostninger som 'Special items', der i vores optik burde behandles som en del af den normale drift.

³⁷ Financial Reporting Council (FRC) er den uafhængige myndighed i UK og Irland, og er ansvarlig for reguleringen af revisorer, regnskabsproducenter og aktuarer samt for udarbejdelsen af kodeks for selskabsledelse.

6.3.4.1.2 Rapportering af 'Underlying profit'

Tre af de 19 selskaber anvender betegnelsen 'Underlying' om et eller flere af deres resultatmål. Der kan sættes spørgsmålstegn ved, hvad der skal forstås ved "underliggende" resultat, da det i høj grad afhænger af skøn foretaget af ledelsen i det enkelte selskab, hvilket adresseres af IASBs formand Hans Hoogervorst i en tale ved The Annual Conference of the European Accounting Association:

"[...] whenever a company starts talking about 'underlying profit', I always get very curious what's on top!"

(Hoogervorst, 2016)

A. P. Møller-Mærsk er ét af de selskaber, som gør brug af betegnelsen 'Underlying', og ultimativt dét selskab, der har scoret lavest i vores analyse af rapporteringskvaliteten af justerede præstationsmål. Selskabet rapporterer 'Underlying profit' som deres primære resultatmål³⁹, hvilket selskabet også guider på i ledelsesberetningen. Det fremgår af A. P. Møller-Mærsk's afsnit med definitioner, at 'Underlying profit' er lig årets resultat fratrukket tab eller gevinst fra salg af anlægsaktiver, transaktions- og integrationsomkostninger i forbindelse med opkøb samt nedskrivninger⁴⁰.

Hans Hoogervorst fortsætter sin tale med:

"In this case, the metric ('Underlying profit') excluded costs such as restructuring and impairment charges. In my view, these costs are part of daily life of any big company and should be considered normal operating expenses".

(Hoogervorst, 2016)

Det kan udledes af citatet, at formanden for IASB er uenig i, at et selskab som A. P. Møller-Mærsk justerer 'Årets resultat' for nedskrivninger, som han anser som normale driftsomkostninger.

Hoogervorst påpeger endvidere, at også restruktureringsomkostninger bør behandles som normale driftsomkostninger, hvilket halvdelen af de analyserede selskaber justerer ét eller flere præstationsmål for. Vores og de citerede aktieanalytikeres betragtning af restruktureringsomkostninger harmonerer således med Hoogervorsts. Det er endvidere forfatternes synspunkt, at det er uforeneligt med *troværdig repræsentation* at justere sine

³⁹ Afsnit 3.5.1 Primære resultatmål.

⁴⁰ A.P. Møller-Mærsk A/S, Årsrapport 2017, 'Definitions of terms', s. 144.

præstationsmål for omkostninger såvel som indtægter, der har karakter af at være normal drift. Som anført tidligere gør en væsentlig del af de analyserede selskaber netop dette.

6.3.4.1.3 Justering for udsving i priser

Det vurderes, at NKTs rapporteringskvalitet af justerede præstationsmål generelt set er lav, da selskabet i gennemsnit scorer 40 % på de fem analyseparametre. I relation til kvalitetskravet *troværdig repræsentation* er det værd at bemærke, at NKT fremhæver omsætning i ”standardpriser”.

Det følger af definitionsafsnittet i selskabets årsrapport for 2017, at ’Revenue in standard prices’ betyder, at selskabet har ”fastslås” priserne på kobber og aluminium til henholdsvis EUR 1.550 pr. ton og EUR 1.350 pr. ton, hvilket de betragter som standardpriser⁴³.

Vi har sammenholdt samtlige tilgængelige årsrapporter på NKTs hjemmeside, hvilket omfatter årsrapporterne fra 2011 til 2018. Det kan heraf konstateres, at selskabet har fastholdt de samme ”standardpriser” på kobber og aluminium i alle otte regnskabsår. Det vil sige, at selskabet anvender ”standardpriser” på kobber og aluminium, som stammer fra 2010 eller tidligere.

Der har de seneste ti år været væsentlige udsving i kobberprisen (se ovenstående udklip), hvorfor NKTs justerede omsætning ikke er troværdigt repræsenteret, når denne fremhæves beregnet på baggrund af en kobberpris fastlåst adskillige år tilbage i tiden. Den samme problematik gør sig ligeledes gældende for den foretagne justering for udsving i aluminiumsprisen (Business Insider, 2019).

Justeringerne for udsving i metalpriserne kompromitterer den troværdige repræsentation af omsætningen, hvilket dog øger sammenligneligheden på tværs af år. *Sammenlignelighed* opnås blandt andet ved at sørge for at rapportere sammenlignelig finansiell information over tid, således at de finansielle resultater kan sammenlignes (Chatterjee, Tooley, Fatseas, & Brown, 2011), hvilket NKT formår ved at justere omsætningen for udsving i metalpriserne.

Copper

Latest Price & Chart for High Grade Copper
End of day Commodity Futures Price Quotes for High Grade Copper



Udklippet viser udviklingen i prisen på kobber opgjort USD pr. pund (Nasdaq, 2019).

⁴³ NKT, Årsrapport 2017, s.118.

Sammenlignelighed er ét af de forstærkende kvalitetskrav, der opfattes som mindre vigtige end de fundamentale kvalitetskrav (Best et al., 2009). Kvalitetskravet *sammenlignelighed* (konsistens) er sekundært relativt til *troværdig repræsentation*, hvorfor et ræsonnement om at øge sammenligneligheden på bekostning af den troværdige repræsentation ikke harmonerer med hierarkiet blandt kvalitetskravene.

Det skal dog pointeres, at NKT fremhæver 'Revenue in standard metal prices' fremfor 'Revenue' i ledelsesberetningen på trods af, at 'Revenue' udgør et større beløb i samtlige de analyserede år. Om end selskabet ikke forsøger at male et mere lyserødt billede af omsætningen, er det justerede præstationsmål fortsat ikke troværdigt repræsenteret.

6.3.4.1.4 Justeringer med misvisende eller vildledende betegnelse

Det faktum, at en væsentlig andel af selskaberne (83 %) rapporterer justerede præstationsmål med betegnelser, som ikke reflekterer indholdet og dermed kan være vildledende, er kritisabelt og afspejles i den overordnede vurdering i rapporteringskvaliteten af de justerede præstationsmål.

NKT rapporterer organisk omsætningsvækst, som de definerer på følgende måde:

*"Absolute organic sales growth (std. prices) as a percentage of prior-year adjusted revenue (std. prices). Organic growth is growth, excluding the impact of exchange adjustments from year-on-year comparisons, and **including acquisitions and divestments** [...]"*

- Forfatterens egen fremhævelse.

(NKT, årsrapport 2017, s. 118)

Af Finansforerningens 'Anbefalinger & Nøgletal 2015' fremgår, at 'Organisk omsætningsvækst' er et udtryk for et selskabs interne vækst, som er skabt ved eksempelvis en produktionsudvidelse, indtrængning på nye markeder eller udvikling af nye produkter, men **ikke ved tilkøb/frasal** eller fusion med andre selskaber (Finansforeningen, 2015)⁴⁶.

NKTs definition af 'Organisk omsætningsvækst' afviger således fra den definition, Finansforeningen har. Det, at NKT inkluderer tilkøb og frasal, er en decideret modsigelse af Finansforeningens definition af 'Organisk omsætningsvækst'.

⁴⁶ Vi anser definitionerne i Finansforeningens 'Anbefalinger & Nøgletal 2015', som de mest almene og bredt anvendte definitioner på nøgletal.



'Organic growth, NKT, Årsrapport 2017, s. 5.

Udklippet fra NKT's ledelsesberetning illustrerer tydeligt, at selskabet bruger betegnelsen 'Organic growth' på trods af, at der ikke er tale "standardudgaven" af 'Organisk omsætningsvækst'. De fremhæver 'Organisk omsætningsvækst' på 7 %, som reelt set er -4 %, når tilkøb og frasalg fratrækkes, hvilket de dog oplyser i forlængelse heraf. Desuagtet anvender de en betegnelse, som ikke er dækkende for, hvad de rapporterer, hvilket kan vildlede regnskabsbrugere.

Tilsvarende NKT fremhæver Chr. Hansen også 'Organisk omsætningsvækst', hvor betegnelsen 'Organic growth' anvendes. Som tilfældet var ved NKT, anvender Chr. Hansen også en definition, der afviger fra den definition, som Finansforeningen anvender.

Chr. Hansens definition på organisk omsætningsvækst fraviger Finansforeningens definition, da de udover at justere omsætningsvæksten for tilkøb, frasalg samt valutakurspåvirkning, tillige justerer for såkaldt "Sales reduction". Hvad der skal forstås ved "Sales reduction" er ikke nærmere beskrevet i årsrapporten, hvorfor effekten af den yderligere justering ej heller kan kvantificeres. Det må af en ordlydsfortolkning formodes, at "Sales reduction" har en negativ påvirkning på omsætningen, hvorfor den rapporterede organiske vækst er positivt påvirket af justeringen.

Uagtet af justeringens påvirkning på præstationsmålet tildeles præstationsmålet en betegnelse, som ikke reflekterer indholdet fuldstændigt, og som kan have en vildledende effekt på regnskabsbrugere.

William Demant rapporterer i ledelsesberetningen EBIT, som er justeret for restruktureringsomkostninger. De anvender betegnelsen 'EBIT' og henviser med '**' til, at der er tale om 'EBIT før restruktureringsomkostninger'. Om end der (diskret) henvises til, at præstationsmålet er justeret, anvendes en betegnelse, som er misvisende.

ORGANIC GROWTH OF 9%

Organic growth in 2017/18 was 9%, well in line with the target of 8-10% organic growth per year. Food Cultures & Enzymes grew by 12%, outperforming the long-term ambition of 7-8% per year.

Organic growth came in at mid-point of guidance range at 9%

'Organic growth', Chr. Hansen, Årsrapport 2017-2018, s. 4.



**-henvisning, William Demant, Årsrapport 2017, s. 10.*

6.3.5 Analyseparameter 4

Analyseparameter 4	R	TP	S	V	RT	F	Gns.
Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål.		✓	✓	✓		✓	58%

Analyseparameter 4 relaterer sig til kvalitetskravet *troværdig repræsentation*. Det er forfatterens opfattelse, at den troværdige repræsentation af et justeret præstationsmål øges, hvis et justeret præstationsmål ikke fremhæves mere end det nærmeste GAAP præstationsmål.

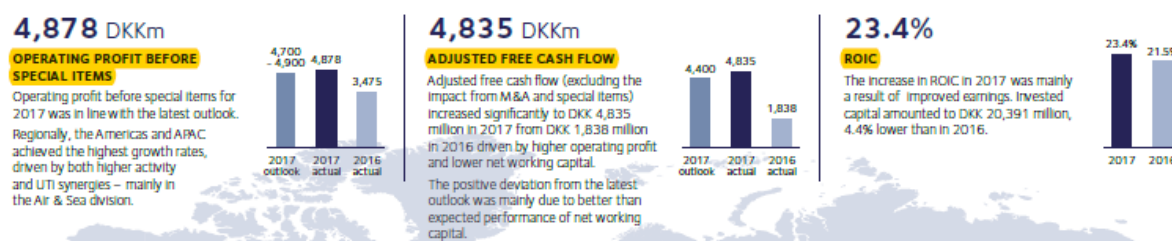
Analyseparameter 4 er ét af de parametre, hvor vi har vurderet, at de danske selskaber klarer sig bedst. Vi har vurderet, at syv af de omfattede C25-selskaber ikke fremhæver justerede præstationsmål mere end det nærmeste GAAP præstationsmål, hvorfor selskaberne i gennemsnit scorer 58 % på dette udsagn.

6.3.5.1 Eksempler fra årsrapporter

6.3.5.1.1 Justerede præstationsmål tillægges større prominens end nærmeste GAAP præstationsmål

DSV fremhæver grafisk tre præstationsmål i ledelsesberetningen. Alle tre præstationsmål er alternative præstationsmål, hvoraf to af disse yderligere justeres for henholdsvis 'Special items' og 'Merger & Acquisitions'. DSV tillægger således justerede præstationsmål (non-GAAP) større prominens end GAAP præstationsmål, da selskabet udelukkende fremhæver non-GAAP præstationsmål.

Target fulfilment



Fremhævede præstationsmål, DSV, Årsrapport 2017, s. 5.

Som anført tidligere fremhæver en række selskaber både non-GAAP præstationsmål og ækvivalente GAAP præstationsmål. Vi har desuagtet af denne observation identificeret, at antallet af fremhævede non-GAAP præstationsmål er væsentlig større end antallet af fremhævede GAAP præstationsmål (77 % versus 23 %)⁴⁸. Dette kan forklares med, at de internationale regnskabsstandarder er sparsomme med at specificere præstationsmål, der skal indgå i

⁴⁸ Se tabel 3.5.

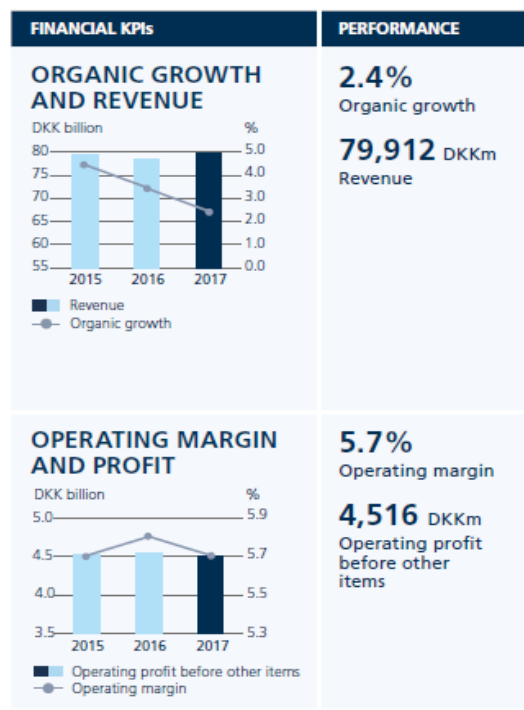
årsrapporten, hvorfor der automatisk rapporteres og fremhæves langt flere non-GAAP præstationsmål i ledelsesberetningen.

6.3.5.1.2 Justerede præstationsmål tillægges samme prominens som nærmeste GAAP præstationsmål



Fremhævede præstationsmål, William Demant, Årsrapport 2017, s. 10.

William Demant fremhæver grafisk i ledelsesberetningen 'EBIT*', hvor '*' henviser til, at der er tale om EBIT før restruktureringsomkostninger, hvilket således er et justeret præstationsmål (non-GAAP). Side om side med 'EBIT*' fremhæver de 'Revenue', hvorfor det er vurderet, at selskabet ikke tillægger non-GAAP præstationsmål større vægt end det nærmeste GAAP præstationsmål.



Fremhævede præstationsmål, ISS Årsrapport 2017, s. 16.

Tilsvarende William Demant fremhæver ISS justerede præstationsmål i ledelsesberetningen, men vægter ej heller disse højere end det nærmeste GAAP præstationsmål. Forinden fremhævelsen af det justerede driftsresultat fremhæves 'Omsætning', som vurderes at være det nærmeste GAAP præstationsmål til driftsresultatet. De fremhæver tillige 'Organisk omsætningsvækst', hvorfor det ville være ønskværdigt, at selskabet tilsvarende fremhævede 'Omsætningsvækst', der betragtes som et GAAP præstationsmål.

6.3.6 Analyseparameter 5

Analyseparameter 5	R	TP	S	V	RT	F	Gns.
Det forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes, eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det udskiftede præstationsmål er mere relevant.	✓	✓	✓		✓	✓	75%

Analyseparameter 5 afdækker kvalitetskravene: *relevans*, *troværdig repræsentation*, *sammenlignelighed*, *rettidighed* samt *forståelighed*. Det er forfatterens opfattelse, at opnåelse af en høj rapporteringskvalitet indebærer, at det skal forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes, eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det er mere retvisende.

Analyseparameteret relaterer sig i særdeleshed til *sammenlignelighed*. Kravet til *sammenlignelighed* omfatter blandt andet, at præstationsmålet skal være konsistent over tid. Et selskab vurderes i denne afhandling at være konsistent i deres rapportering, når selskabet fremhæver de samme justerede præstationsmål i deres rapportering og anvender de samme beregningsmetoder over tid (AcSB, 2018). Tilsvarende vurderes selskaber, der foretager ændringer i beregningsmetoden af et justeret præstationsmål, at være konsistente, hvis de begrundet ændringen og forklarer, hvorfor det ”nye” præstationsmål eller modifikationen er mere relevant.

Vores undersøgelse viser, at de danske selskaber generelt set er konsistente i deres rapportering af justerede præstationsmål, hvilket afspejles i den gennemsnitlige score på 75 % i analyseparameter 5. Analyseparameter 5 er således dét udsagn selskaberne i højest grad lever op til. Det skyldes især, at selskaberne ikke har foretaget udskiftninger af de fremhævede justerede præstationsmål. Et fåtal af selskaberne har ændret på beregningsmetoden eller definitionen af ét eller flere fremhævede justerede præstationsmål, hvor det er vores vurdering, at tre selskaber ikke i tilstrækkelig grad har forklaret denne ændring.

6.3.6.1 Eksempler fra årsrapporter

6.3.6.1.1 Inkonsistens på tværs af år

A.P.Møller-Mærsk er det selskab, hvis justerede præstationsmål i lavest grad lever op til kravet om konsistens, hvilket skyldes inkonsistens i definitionen af 'Underlying profit' i deres seneste tre årsrapporter.

Tabel 6.5: Forskel i definition på 'Underlying result/profit', A. P. Møller-Mærsk 2016-2018

2016	2017	2018	$\Delta 2016 - 2017$	$\Delta 2017 - 2018$
Underlying result is profit/loss for the year from continuing operations adjusted for net gains/losses from sale of non-current assets, etc. and net impairment losses. [...].	Underlying profit/loss is profit/loss for the year from continuing operations adjusted for net gains/losses from sale of non-current assets, etc. and net impairment losses as well as transaction and integration costs related to acquisitions [...].	Underlying profit/loss is profit/loss for the year from continuing operations adjusted for net gains/losses from sale of non-current assets, etc. and net impairment losses as well as transaction, restructuring and integration costs related to major transactions [...].	Ændring til 2017: - Transaction and integration costs related to acquisitions. - Underlying result ændres til Underlying profit.	Ændring til 2018: Restructuring costs related to major transactions.

Som det fremhæves af ovenstående definitioner, er 'Underlying profit' defineret forskelligt i A.P. Møller-Mærsk's seneste tre årsrapporter, hvilket indikerer, at selskabet er inkonsistent over tid i den måde, de beregner det alternative præstationsmål på. Det oplyses og forklares endvidere ikke i de respektive årsrapporter, at beregningsmetoden på 'Underlying profit' er ændret fra året forinden.

Tilsvarende A. P. Møller-Mærsk er H. Lundbeck inkonsistente i deres definition af 'EBITDA' i 2017 årsrapporten kontra tidligere år. I 2017 årsrapporten oplyses i deres definitionsafsnit, at 'EBITDA' beregnes som:

"Profit before interest, tax, depreciation, amortization and gain on divestment of properties."
(H. Lundbeck, Årsrapport 2017, s. 36)

I tidligere årsrapporter er 'EBITDA' ikke blevet defineret særskilt i et definitionsafsnit, men af ledelsesberetningen har det kunnet udledes, at 'EBITDA' ikke har været justeret. Om end beregningsmetoden af 'EBITDA' oplyses i 2017 årsrapporten, vurderes graden af sammenlignelighed at være lav, da selskabet ikke forklarer, hvorfor de har ændret deres rapportering af 'EBITDA'.

Chr. Hansen anvender betegnelsen 'EBIT margin before special items' på trods af, at der ikke været nogen 'Special items' i løbet af regnskabsåret. Indholdet af Chr. Hansens 'EBIT margin before special items' for regnskabsåret 2016-2017 er forskellig fra selskabets 'EBIT margin before special items' for regnskabsåret 2017-2018, hvor 'Special items' udgjorde henholdsvis EUR 1 mio. og EUR 0⁵².

Det faktum, at selskabet anvender samme betegnelse som tidligere år, har en umiddelbar positiv virkning på sammenligneligheden (konsistens) af præstationsmålet på tværs af år. Det følger dog af begrebsrammen, at sammenligneligheden ikke øges ved at få ting, der er forskellige, til at se ens ud (IASB, 2010).

Tilsvarende A.P. Møller-Mærsk og H. Lundbeck har Ørsted ændret i deres måde at beregne et præstationsmål på. Ørsted rapporterede EBITDA i årsrapporterne for 2016 og 2017, men for 2018 ændres dette til 'EBITDA excl. new partnerships', hvorfor de som udgangspunkt er inkonsistente over tid i deres rapportering.

Som det fremgår af udklipet, oplyser Ørsted, at de fremover vil guide på 'EBITDA excl. new partnerships'. I samme afsnit forklares bevæggrundene for valget af den nye beretningsmetode. Det, at selskabet ændrer deres beregningsmetode af 'EBITDA', er således ikke ensbetydende med, at selskabet er inkonsistent i deres rapportering af justerede præstationsmål. Da Ørsted oplyser, at beregningsmetoden ændres og forklarer, hvorfor den er mere

EBIT MARGIN B.S.I. OF 29.2%

EBIT margin before special items was 29.2%, up 0.3%-point – in spite of heavy currency headwinds. The long-term ambition is to increase the margin to above 30%.

Chr. Hansen, Årsrapport 2017-2018, s. 4.

SPECIAL ITEMS

Special items were nil compared to EUR 1 million in 2016/17.

Chr. Hansen, Årsrapport 2017-2018, s. 26.

New EBITDA guidance method

We have, in 2018, decided to change our guidance method. In the future, our guidance will only include the effect from existing offshore wind partnership agreements. Previously, our outlook included the effect from partnership agreements which we expected to conclude during the year. That made our outlook particularly sensitive to the timing of farm-downs in Wind Power as well as the distribution of income between the years. Earnings from the new partnerships concerning Borkum Riffgrund 2 and Walney Extension amounted to DKK 9.8 billion in 2017.

Ørsted, Årsrapport 2017, s. 13.

⁵² Denne del af afhandlingen forholder sig imidlertid ikke til, hvorvidt størrelsen på et beløb er væsentligt for regnskabsbrugers beslutninger, men udelukkende om de justerede præstationsmål harmonerer med kvalitetskravene til årsrapporten.

relevant, vurderes det, at de er konsistente i deres rapportering af justerede præstationsmål.

6.4 Delkonklusion

På baggrund af de udarbejdede analyseparametre har vi i dette kapitel identificeret problemer med C25-selskabernes rapportering af justerede præstationsmål i ledelsesberetning i relation til kvalitetskravene til årsrapporten. Selskaberne scorer tilsammen i gennemsnit mellem 17 % og 75 % på de fem analyseparametre, som hver afdækker to eller flere kvalitetskrav. Dette indikerer, at rapporteringskvaliteten af justerede præstationsmål kan forbedres.

En væsentlig andel af de private regnskabsbrugere gav udtryk for, at de fandt justerede præstationsmål mere retvisende end de ækvivalente ikke-justerede præstationsmål. Om end de professionelle regnskabsbrugere gav udtryk for, at de justerede præstationsmål ikke påvirkede deres investeringsbeslutninger, vurderes relevansen af rapporteringen af justerede præstationsmål at være tilstede.

De analyserede selskaber foretager justeringer af deres præstationsmål, som i nogle tilfælde ikke er retvisende og decideret vildledende. Ofte justeres præstationsmålene for omkostninger (og indtægter), der er en del af den normale drift og som er af tilbagevendende karakter, hvorfor argumentet om, at de justerede præstationsmål i højere grad afspejler den underliggende drift ikke altid er validt. Det kan konkluderes, at den troværdige repræsentation i flere tilfælde kompromitteres, når der rapporteres justerede præstationsmål i ledelsesberetningen.

Tilsvarende kan konkluderes, at sammenligneligheden af de justerede præstationsmål på tværs af selskaberne er lav, da der anvendes en bred vifte af betegnelser for de samme præstationsmål, og justeringer med samme betegnelser sjældent ekskluderer de samme omkostninger og indtægter. Modsætningsvist ses en høj grad af konsistens i rapporteringen af justerede præstationsmål på tværs af år i årsrapporterne.

Vi finder tillige, at der for enkelte selskaber er problemer med at verificere de foretagne justeringer. Der foretages ofte ikke en tilstrækkelig afstemning af de justerede præstationsmål til det nærmeste ikke-justerede præstationsmål, og i flere tilfælde oplyses beregningsmetoden ikke, hvilket har betydning for verificerbarheden af det justerede præstationsmål.

Slutteligt kan det konkluderes, at vi har konstateret problemer med forståeligheden af de justerede præstationsmål. Selskaberne forklarer yderst sjældent, hvad rationalet bag justeringerne er, og i flere tilfælde specificeres den anvendte beregningsmetode ikke, hvorfor det kan være vanskeligt at identificere hvilke komponenter, der indgår i præstationsmålet, og hvilke der er ekskluderet.

Kapitel 7 - Konsekvenser ved rapportering af alternative præstationsmål

Et helt centralt spørgsmål i relation til rapportering af alternative præstationsmål (non-GAAP) er, hvorvidt alternative præstationsmål og kvaliteten af disse påvirker regnskabsbrugers beslutninger samt hvilken betydning denne påvirkning har for henholdsvis de private og de professionelle regnskabsbrugeres investeringsbeslutninger. Til at besvare ovenstående anvendes følgende underspørgsmål:

Hvilke konsekvenser har rapportering af alternative præstationsmål for regnskabsbruger?

7.1 Sekundær empiri

7.1.1 Misbrug af non-GAAP præstationsmål?

Mulford et al. (2002) udtrykker, at det er almindeligt, at 'EBITDA' opgøres justeret for engangsposter, gevinst, tab og andre omkostninger, som ikke driftsrelateret. Dette er i overensstemmelse med vores undersøgelse, hvor vi har identificeret, at 'EBITDA' er justeret i 35 % af tilfældene. Da det medfører væsentlige skøn at rapportere 'EBITDA' i en justeret form, giver det spillerum for kreativitet.

Beyer, Lys, & Walther (2010) og Young (2014) identificerer flere potentielle konsekvenser ved anvendelsen af non-GAAP indtjening. De finder blandt andet, at der er sket en stor udbredelse af opportunistisk rapportering, hvor ledelsen i højere grad profilerer selskabernes præstation ved brug af non-GAAP indtjening samt at rapporteringen af non-GAAP indtjening fører til vildledning af investorer ved typisk at fremhæve non-GAAP præstationsmål over det ækvivalente GAAP præstationsmål.

De finder i overensstemmelse med Bhattacharya et al. (2003), at alternative præstationsmål anvendes i en strategisk sammenhæng for at opnå analytikernes og egne forventninger. Observationen er interessant og i overensstemmelse med undersøgelser af sammenhængen mellem indtjeningsforventning og anvendelsen af alternative præstationsmål (Brouwer, 2011). Undersøgelsen viser, at en signifikant andel af selskaberne ville have misset deres forventninger ved anvendelse af GAAP præstationsmål, men at denne andel lever op til egne forventninger gennem rapporteringen af alternative præstationsmål, hvilket peger i retning af, at alternative præstationsmål anvendes i et strategisk øjemed (Brouwer A. J., 2013). Dette kan suppleres med

et eksempel fra et af de afholdte interviews, hvor Niels Granholm-Leth fortæller (Granholm-Leth, 2019):

”Jeg kan komme med et konkret eksempel fra William Demant [...]. Der rapporterede de et årsregnskab, hvor de på EBIT linjen lige med nød og næppe når deres helsårguidance. Det er først én eller to dage senere på et investormøde, at det faktisk går op for nogle investorer, at selskabet har justeret for nogle earnouts – altså nogle earnouts, som man alligevel ikke kom til at betale – så det genererede positiv effekt henover P&L. De fleste ville køre det ind over finansposterne, men selskabet kørte det henover EBIT. Lige nøjagtigt dét gjorde, at de nåede deres guidance, og de derfor ikke skulle sende en profit warning ud. På baggrund heraf kom der så en negativ reaktion på kursen [...], da det kom frem. Og det var slet ikke omtalt i ledelsesberetningen.”

Dét, at William Demant rapporterede en justeret 'EBIT', foranledigede, at de levede op til forventningerne, hvilket således harmonerer med undersøgelserne af Bhattacharya et al. (2003) og Brouwer (2011).

7.1.2 Non-GAAP informations påvirkning af professionelle og private investorer

Frederickson & Miller (2004) tester forholdet mellem de mere sofistikerede (professionelle) investorer og de mindre sofistikerede (private) investorer og undersøger, hvilken effekt rapporteringen af ”proforma earnings” har på investorenes vurdering af et selskabs aktiekurs. De undersøger, hvilken påvirkning det har på henholdsvis de professionelle og private regnskabsbrugere når: (1) et selskab rapporterer både GAAP og non-GAAP resultater, hvor non-GAAP resultaterne overgår GAAP-resultaterne, og (2) det samme selskab udelukkende rapporterer GAAP resultater. Forudsætningen om, at præsentere investorerne for non-GAAP resultater, der overgår tilsvarende GAAP resultater, er i overensstemmelse med vores analyse i afsnit 7.3.1 *Justeringer er ensidige*, som viser, at justerede resultatmål er større end det ækvivalente ikke-justerede resultatmål, hvilket tillige er empirisk bevist af (Frederickson & Miller, 2004).

Frederickson & Miller (2004) demonstrerede, at de private regnskabsbrugere, der modtog både GAAP og non-GAAP resultater, generelt kom frem til en højere værdiansættelse af selskabernes aktier end private regnskabsbrugere, der udelukkende modtog GAAP resultater. Påvirkningen af de private regnskabsbrugere korrelerede med graden af prominens tillagt non-GAAP resultater relativt til GAAP resultater, hvorfor fremhævnings af non-GAAP information relativt til GAAP information påvirker mindre sofistikerede investorers værdiansættelse i positiv retning (Elliot, 2006; Allee, Bhattacharya, Black, & Christensen, 2007). Modsat blev de professionelle

(s sofistikerede) regnskabsbrugeres værdiansættelse ikke påvirket, når de blev præsenteret for non-GAAP resultater (Frederickson & Miller, 2004). Investorers evne til fuldt ud at se gennem opportunistisk non-GAAP information kan således være kompromitteret (Young, 2014).

I tråd hermed finder vi, at det er de professionelle regnskabsbrugeres holdning, at omtalen af alternative præstationsmål aldrig må komme først, da selskaberne primært skal kommentere på de aflagte regnskabstal, som kan genfindes i de finansielle opgørelser – sekundært kan selskaberne kommentere på alternative præstationsmål (Granholm-Leth, 2019).

Frederickson & Miller (2004) fandt endvidere, at professionelle og private regnskabsbrugere anvender forskellige værdiansættelsesmodeller og metoder til informationsbehandling. Professionelle regnskabsbrugere anvender veldefinerede værdiansættelsesmodeller baseret på enten indtjeningsmultipler eller pengestrømme, hvor værdiansættelsesmodellerne baseret på pengestrømme er uafhængige af, hvordan indtjening defineres og præsenteres i årsrapporten. De private regnskabsbrugere er tilbøjelige til at anvende mere simple værdiansættelsesmodeller baseret på flere antagelser.

Young (2014) anfører, at hvis private regnskabsbrugere (non-experts) mangler de nødvendige evner og den nødvendige erfaring for fuldt ud at forstå nøjagtigheden og pålideligheden af regnskabsinformationen og dermed er mere afhængig af antagelser, vil deres vurderinger og værdiansættelser være modtagelige for fejl.

Frederickson & Miller (2004) fandt, at de private investorer, som modtog både non-GAAP og GAAP resultater, prissatte selskabernes aktier 12 % højere end de private investorer, der udelukkende modtog GAAP resultater. Tilsvarende værdiansatte de professionelle investorer, der modtog både GAAP og non-GAAP resultater, aktierne 1 % højere end de professionelle investorer, der kun blev præsenteret for GAAP resultater. Det udledes af undersøgelsen, at private regnskabsbrugere tillægger alternative præstationsmål større vægt i deres værdiansættelse relativt til professionelle regnskabsbrugere.

I kontrast til Frederickson & Miller (2004) finder Andersson & Hellman (2007), at professionelle investorers værdiansættelse også påvirkes, når de præsenteres for både GAAP og non-GAAP resultater, hvis non-GAAP resultaterne afviger betragteligt fra de ækvivalente GAAP resultater. I Andersson & Hellmans eksperiment blev de professionelle investorer præsenteret for finansiell information med et non-GAAP resultat på USD 1,37 per aktie og et GAAP resultat på USD -2,94 per aktie, hvorimod investorerne i undersøgelsen af Frederickson & Miller (2004) blev præsenteret for et non-GAAP resultat på USD 1,68 per aktie og et GAAP resultat på USD 1,24 per aktie.

Resultatet af Andersson & Hellman (2007) viste, at de professionelle investorer, der blev præsenteret udelukkende for GAAP information, forudsagde (GAAP) EPS på SEK -13,13, hvorimod de, der blev præsenteret for både GAAP og betragtelig forbedret non-GAAP information, forudsagde en væsentlig højere (GAAP) EPS på SEK 0. Resultat fortolkes som konsekvensen af den mere positive fremstilling af non-GAAP information relativt til GAAP information.

Elliott (2006) finder, at graden af transparens spiller en vigtig rolle for investorers forståelse af rapporterede præstationsmål. En højere grad af transparens mindsker risikoen for, at investorer ignorerer eller fokuserer på bestemt information. Elliott (2006) påviser, at mindre sofistikerede (private) investorers tendens til at fokusere på fremhævede non-GAAP resultater, som er justeret positivt i forhold til GAAP resultatet, mindskes, når selskabet afstemmer non-GAAP resultaterne til det ækvivalente GAAP resultat. I lighed hermed anfører Young (2014), at uigennemsigtig præsentation af non-GAAP resultater er associeret med fejlvurdering af indtjening, især blandt mindre sofistikerede (private) regnskabsbrugere.

Elliott (2006) finder tillige, at professionelle investorer kommer frem til højere værdiansættelser af selskaber, som ledsager non-GAAP resultater med en afstemning til det nærmeste GAAP resultat, relativt til selskaber, der enten ikke afstemmer non-GAAP resultater til nærmeste GAAP resultat eller slet ikke rapporterer non-GAAP resultater. Dette kan skyldes, at en høj grad af transparens signalerer en højere pålidelighed og vice versa (Elliott, 2006).

I kontrast til den førnævnte forskning indikerer anden forskning på området, at investorer er i stand til at se gennem ledelsens intentioner og se bort fra non-GAAP information, som er ledsaget af en høj grad af 'impression management' (Guillamon-Saorin, Isidro, & Marques, 2017). Det vil sige, at investorerne ikke lader sig manipulere, når de fornemmer, at ledelsen forsøger at påvirke deres indtryk af selskabets finansielle præstation i en vis retning ved at fremhæve non-GAAP information i et væsentligt omfang.

7.2 Primær empiri

7.2.1 Justeringerne er ensidige

Tidligere udenlandsk forskning (PwC UK, 2016) viser, at præstationsmål hovedsageligt justeres i positiv retning, hvorfor vi anser det for relevant, at undersøge om dette ligeledes er tilfældet blandt C25-selskaberne. Endvidere vurderes retningen på justeringerne at være en god indikator for, om de rapporterede justerede præstationsmål opfylder kravet om, at information skal præsenteres neutralt og uden bias.

Tabel 7.1: Retning på justeringer						
Præstationsmål	Alle		Fremhævet		Primære resultatmål	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Justeret	111	19%	28	30%	8	42%
<i>Positiv</i>	86	77%	25	89%	7	88%
<i>Negativ</i>	4	4%	0	0%	0	0%
<i>Neutral</i>	9	8%	2	7%	1	13%
<i>Uafklaret</i>	12	11%	1	4%	0	0%
Ej justeret	475	81%	66	70%	11	58%
I alt	586	100%	94	100%	19	100%

Tabel 7.1 viser andelen af justerede præstationsmål for henholdsvis samtlige registrerede præstationsmål, fremhævede præstationsmål samt for selskabernes primære resultatmål. Justeringerne er opgjort efter, hvorvidt den beløbsmæssige effekt er positiv, negativ, neutral samt justeringer, hvor retningen ikke kan identificeres (uafklaret).

Vores analyse af C25-selskabernes rapportering af præstationsmål i ledelsesberetningen viser, at der i gennemsnit rapporteres 30,8 hoved- og nøgletal pr. selskab. Ud af de 30,8 hoved- og nøgletal præsenteres 5,8 af disse i en justeret udgave, hvilket svarer til ca. 19 % af samtlige registrerede præstationsmål. I 77 % af tilfældene har justeringen en positiv effekt på præstationsmålene, medens præstationsmålene kun i 4 % af tilfældene påvirkes i negativ retning af de foretagne justeringer. 8 % af de foretagne justering har ingen effekt på præstationsmålene. Denne gruppe udgøres primært af selskaber, der anvender betegnelser på præstationsmål, som indikerer, at de er justerede, selvom det ikke er tilfældet⁵⁶. I de sidste 11 % af tilfældene har informationsniveauet i årsrapporterne ikke været tilstrækkeligt til at kunne identificere, hvilken påvirkning justeringerne har på præstationsmålene⁵⁷.

Tilsvarende vores undersøgelse har PwC UK (2016) udarbejdet en analyse over FTSE 100-selskabers anvendelse af alternative præstationsmål, som viste, at blot 12 ud af 95 analyserede selskaber, der præsenterede et justeret præstationsmål, rapporterede et justeret præstationsmål, som var lavere end det oprindelige GAAP præstationsmål. Deres analyse indikerer i lighed med vores, at de foretagne justeringer hovedsageligt forbedre de ikke-justerede præstationsmål.

Vores analyse af fremhævede præstationsmål⁵⁸ viser, at de omfattede selskaber i gennemsnit fremhæver 4,9 hoved- og nøgletal i ledelsesberetningen, hvoraf 1,5 præsenteres i en justeret udgave, hvilket svarer til, at 30 % af de fremhævede præstationsmål præsenteres justeret i ledelsesberetningen. Meget påfaldende er hele 89 % af de fremhævede justerede præstationsmål justeret i positiv retning. Modsætningsvist har vi ikke registeret et eneste fremhævet

⁵⁶ Fx Chr. Hansens anvendelse af betegnelsen 'EBIT before special items'.

⁵⁷ Inkluderer enkelte justeringer for 'continuing operations' og 'discontinuing operations'.

⁵⁸ Tydeligt fremhævet grafisk i ledelsesberetning – typisk på de indledende sider i ledelsesberetningen.

præstationsmål, som justeres i negativ retning. 7 % af justeringerne har ingen effekt på de fremhævede justerede præstationsmål. I kun 4 % af tilfældene har det ikke været muligt at identificere, hvilken påvirkning justeringerne har på de fremhævede præstationsmål, hvilket således er betydeligt lavere end andelen for samtlige justerede præstationsmål (11 %).

Ydermere viser vores analyse, at selskaberne i 42 % af tilfældene arbejder med et primært resultatmål, som præsenteres justeret. Syv ud af otte selskaber justerer deres primære resultatmål i positiv retning. Ingen af de foretagne justeringer på selskabernes primære resultatmål påvirker resultatmålene negativt, men vi har imidlertid registeret, at en enkelt justering ingen påvirkning har (neutral). Det har sålunde været muligt at identificere retningen på samtlige justeringer af selskabernes primære resultatmål.

Den væsentligt lavere andel af justeringer af fremhævede og primære resultatmål, hvor påvirkningen på præstationsmålene ikke har været identificerbar, bevidner om, at informationsniveauet er højere for de præstationsmål, der lægges vægt på i ledelsesberetningen. Undersøgelsen viser tillige, at præstationsmål, der tillægges stor vægt i ledelsesberetning, i højere grad er (positivt) justeret relativt til de øvrige rapporterede præstationsmål.

7.2.2 Resultatmål påvirkes væsentligt af justeringer

For gyldigheden af afhandlingen har vi opgjort den beløbsmæssige effekt af justeringer, der foretages på resultatmål præsenteret i ledelsesberetningen. Afhandlingen har fokus på at undersøge, hvorvidt børsnoterede selskabers rapportering af justerede præstationsmål i ledelsesberetningen harmonerer med kvalitetskravene til årsrapporten, hvorfor det anses for relevant at undersøge justeringernes beløbsmæssige påvirkning af GAAP resultaterne. Dette beror på, at det i højere grad synes relevant at undersøge dette fænomen, hvis justeringerne er af en ikke uvæsentlig størrelse, da de forømtalte konsekvenser ellers er ubetydelige.

IASB har vedtaget en ændring af væsentlighedsbegrebet⁶⁰, som bevirker, at information tillige er væsentlig, hvis *forvrængning* af denne kan influere regnskabsbrugers beslutninger. Ændringen er gældende for regnskabsår, der starter 1. januar 2020 eller senere (IFRS, 2018).

Den forømtalte forskning på området (Frederickson & Miller, 2004; Elliott, 2006; Andersson & Hellman, 2007) baseres på, at selskaber rapporterer non-GAAP resultater, der beløbsmæssig er (væsentligt) større end de ækvivalente GAAP resultater. Denne afhandlings analyse er udarbejdet i lighed med anden forskning på området, hvor de non-GAAP resultater, der rapporteres i resultatopgørelsen, sammenlignes med de ækvivalente GAAP resultater, hvilket muliggør en opgørelse af værdien af de foretagne justeringer (Guillamon-Saorin et al., 2017). Denne tidligere

⁶⁰ Væsentlighedsbegrebet bestod tidligere udelukkende af begreberne 'udeladelse' og 'fejlinformering'.

forskning viste blandt andet, at 'Årets resultat' justeret for 'Special items' var 17 % bedre end 'Årets resultat' inklusiv 'Special items' (Guillamon-Saorin et al., 2017).

Tabel 7.2: Beløbsmæssig effekt af justeringer

Justeringer af bruttoresultat					
Selskab	Betegnelse på bruttoresultat	Beløb (mDKK)			
		Inden	Efter	Justering	Procent (%)
Royal Unibrew A/S	Gross profit adjusted	3.300	3.373	73	2%
William Demant A/S	Gross profit - before restructuring costs	10.026	10.064	38	0%
I alt		13.326	13.437	111	↑ 1%

Justeringer af EBITDA					
Selskab	Betegnelse på EBITDA	Beløb (mDKK)			
		Inden	Efter	Justering	Procent (%)
DSV A/S	EBITDA before special items	5.139	5.664	525	10%
FLSmidth A/S	EBITDA before special non-recurring items	1.567	1.618	51	3%
ISS A/S	EBITDA before other items	4.678	5.226	548	12%
NKT A/S	Operational EBITDA	695	1.029	334	48%
I alt		12.079	13.537	1.458	↑ 12%

Justeringer af EBITA					
Selskab	Betegnelse på EBITA	Beløb (mDKK)			
		Inden	Efter	Justering	Procent (%)
GN Store Nord A/S	EBITA*	1.706	1.744	38	2%
I alt		1.706	1.744	38	↑ 2%

Justeringer af EBIT					
Selskab	Betegnelse på EBIT	Beløb (mDKK)			
		Inden	Efter	Justering	Procent (%)
Carlsberg A/S	EBIT before special items	4.311	8.876	4.565	106%
DSV A/S	EBIT before special items	4.353	4.878	525	12%
ISS A/S	EBIT before other items	3.357	4.516	1.159	35%
NKT A/S	Operational EBIT	141	475	334	236%
William Demant A/S	EBIT before restructuring costs	2.338	2.504	166	7%
I alt		14.500	21.249	6.749	↑ 47%

Justeringer af resultat efter skat					
Selskab	Betegnelse på resultat efter skat	Beløb (mDKK)			
		Inden	Efter	Justering	Procent (%)
A. P. Møller-Mærsk A/S	Underlying profit - continuing operations	-7.677	2.348	10.025	N/A
Carlsberg A/S	Net profit adjusted for special items	2.065	4.925	2.860	138%
FLSmidth A/S	Profit for the year - continuing operations	-784	-472	312	N/A
DSV A/S	Adjusted earnings	3.012	3.484	472	16%
ISS A/S	Net profit adjusted	2.007	2.424	417	21%
I alt		-1.377	12.709	14.086	↑ N/A

Tabel 7.2 viser den beløbsmæssige effekt af de justeringer, som de analyserede selskaber har foretaget på resultatmål i ledelsesberetningen. For selskaber, der oplyser flere forskellige justerede udgaver af de enkelte resultatmål, er kun den justering med størst beløbsmæssig effekt illustreret i opgørelsen.

↑ = Positiv effekt
 → = Ingen effekt
 ↓ = Negativ effekt

Som det illustreres i *tabel 7.2* har justeringerne en væsentlig beløbsmæssig effekt på de rapporterede resultatmål. Den beløbsmæssige effekt af justeringerne på 'Bruttoresultat' og 'EBITA' er dog ikke videre interessant, da disse "blot" udgør henholdsvis DKK 111 mio. og DKK 38 mio. svarende til henholdsvis 1 % og 2 %. Mere interessant er den beløbsmæssige effekt af justeringerne af 'EBITDA', 'EBIT' og 'Resultat efter skat', som udgør henholdsvis DKK 1.458 mio., DKK 6.749 mio. og DKK 14.086 mio. De selskaber, der præsenterer 'EBITDA' i en justeret form i ledelsesberetningen, har således justeret denne med 12 %. Tilsvarende har de selskaber, der præsenterer en justeret 'EBIT', justeret denne med hele 47 %. De selskaber, der præsenterer et justeret 'Resultat efter skat', har tilsammen justeret dette fra et GAAP underskud på DKK 1.377 mio. til en non-GAAP overskud på DKK 12.709 mio., hvilket således svarer til en positiv justering på DKK 14.086 mio. Ser man på samtlige af de analyserede selskaber, herunder de selskaber, som ikke rapporterer justerede udgaver af 'Resultat efter skat', svarer de foretagne justeringerne til, at

'Resultat efter skat' samlet set for alle 19 selskaber påvirkes i positiv retning med 16 %. Ses der bort fra Novo Nordisk, hvis 'Resultat efter skat' omtrent er lige så stort som samtlige af de resterende selskabers 'Resultat efter skat' tilsammen, er de resterende selskabers samlede 'Resultat efter skat' påvirket positivt med 29 % af justeringerne.

En lignende undersøgelse af 95 FTSE 100-selskaber viste, at alle foretagne justeringer aggregeret bevirkede, at selskaberne gik fra at rapportere et GAAP resultat på GBP 119 mia. til et non-GAAP resultat på GBP 187 mia. svarende til en positiv justering på ca. 57 % (PwC UK, 2016). Vores undersøgelse viser i lighed med den engelske undersøgelse, at de danske C25-selskabers justeringer aggregeret bevirker, at selskaberne går fra at rapportere et ikke-justeret resultat på ca. DKK 38,5 mia. til at rapportere justeret resultat på ca. DKK 61 mia., hvilket svarer til en positiv justering på ca. 58 %.

Tabel 7.3: Justerede primære resultatmål

Primære resultatmål, justeret	Beløbsmæssig påvirkning	Ændring	Antal selskaber	
Operational EBITDA	↑ 334 mDKK	48%	1	
EBITA excl. Gain (loss) on divestments	↑ 38 mDKK	2%	1	
EBIT before special items	↑ 5.090 mDKK	55%	2	
EBIT before other items	↑ 1.159 mDKK	35%	1	
EBIT (before restructuring costs)	↑ 166 mDKK	7%	1	
EBIT margin before special items	→ Ingen effekt	N/A	1	
Underlying profit	↑ 10.025 mDKK	N/A	1	
I alt	16.812 mDKK	N/A	8	

↑ = Positiv effekt
→ = Ingen effekt
↓ = Negativ effekt

Tabel 7.3 giver et overblik over hvilke primære resultatmål, som præsenteres i en justeret form. Endvidere specificerer tabellen påvirkningen af de foretagne justeringer på det ækvivalente ikke-justerede resultatmål, den procentvise påvirkning af justeringen samt hvor mange selskaber, der arbejder med det pågældende justerede resultatmål.

De primære resultatmål er de resultatmål, vi har vurderet, at de enkelte selskaber lægger mest vægt på i deres ledelsesberetning, hvorfor det typisk vil være disse resultatmål, regnskabsbruger vil have fokus på. Det er af denne grund interessant at undersøge den beløbsmæssige effekt af justeringerne af disse resultatmål.

Tilsvarende vores analyse af den beløbsmæssige effekt af justeringerne på samtlige resultatmål, kan det udledes af *tabel 7.3*, at den beløbsmæssige effekt af justeringerne af selskabernes primære resultatmål udgør væsentlige beløb. Samlet set har de otte selskaber, der arbejder med et justeret primært resultatmål, justeret dette med knap DKK 17 mia. A. P. Møller-Mærsk arbejder med 'Underlying profit', som deres primære resultatmål, hvorfor det må formodes, at selskabet er af den opfattelse, at virksomhedens finansielle præstation i højere grad afspejles retvisende af 'Underlying profit' relativt til 'Net profit'. Det er interessevækkende, at A. P. Møller-Mærsk er i stand til at vende et GAAP underskud på knap DKK 8 mia. til et non-GAAP overskud på ca. DKK 2,3 mia. ved at rapportere et såkaldt "underliggende resultat".

Forskning inden for adfærdspsykologi antyder, at kognitiv bias⁶¹ kan være skyld i, at investorer bliver vildledt af non-GAAP information, især hvis justeringen har en væsentlig påvirkning på præstationsmålet, såsom, når en justering transformerer et GAAP underskud til et non-GAAP overskud (Young, 2014). Ligeledes anfører Andersson & Hellman (2007), at også de professionelle investors forudsigelse af selskabers indtjening påvirkes, når selskaber rapporterer væsentligt højere non-GAAP resultater end de tilsvarende GAAP resultater. Det kan på baggrund af vores undersøgelse konstateres, at flere af de analyserede danske selskaber i den grad rapporterer non-GAAP resultater, der væsentligt overgår de ækvivalente GAAP resultater.

Vi har i vores interview med de professionelle regnskabsbrugere erfaret, at meget få selskaber bliver handlet på rapporterede værdier. Selskaber handles i højere grad på forventninger til fremtiden, hvor der er fokus på omsætnings- og indtjeningsudvikling (Jessen, 2019):

”Vi bruger ikke meget tid på at kigge bagud [...]. Ændrer det noget i den langsigtede historie, hvis vi tror, det er en virksomhed, der vil levere to-cifret vækstrater, men har leveret 2 %? Er det noget standalone eller er der faktisk noget blivende? Ændres de hypoteser, vi har investeret i, som er baseret på fremtiden og ikke på, hvordan det har set ud?”

Hvilket vækstmål analytikerne har fokus på, afhænger altså af karakteristikaene af det enkelte selskab (Granholm-Leth, 2019). Det kan udledes af *tabel 7.4*, at samtlige foretagne justeringer af primære vækstmål har en positiv effekt, hvilket således kan indikere, at selskaberne fremstiller deres vækst bedre end den i realiteten er.

Tabel 7.4: Justerede vækstmål

Primære vækstmål, justeret	Påvirkning	Antal selskaber
Organic revenue growth (Incl. Acquired activities)	↑	1
Organic revenue growth (Excl. Sales reduction)	↑	1
Revenue growth - continuing operations	↑	1
Organic EBIT growth before special items	↑	1
EBIT growth before special items	↑	1
I alt	N/A	5

↑ = Positiv effekt
 → = Ingen effekt
 ↓ = Negativ effekt

Tabel 7.4 giver et overblik over hvilke primære vækstmål, som præsenteres i en justeret form. Endvidere specificerer tabellen påvirkningen af de foretagne justeringer på det ækvivalente ikke-justerede vækstmål samt hvor mange selskaber, der rapporterer de forskellige justerede vækstmål.

61 Kognitiv bias betyder altså, at hjernen tager nogle genveje, når det kommer til at fortolke den information, den får. En kognitiv bias er et systematisk mønster af afvigelse fra norm eller rationalitet (Ophelia Invest, 2019).

7.2.3 Ledelsesberetningen – en ubalanceret redegørelse

Vores spørgeskemaundersøgelse viser, at 68 %⁶⁴ af de private regnskabsbrugere vægter ledelsesberetningen i høj eller meget høj grad, når de læser børsnoterede selskabers årsrapporter. Modsætningsvist kan det af vores interviews med professionelle regnskabsbrugere udledes, at disse i lavere grad har fokus på ledelsesberetningen end de private regnskabsbrugere. De professionelle regnskabsbrugere har fokus på de reviderede tal, som de selv justerer for bestemte poster, hvis de finder det nødvendigt (Granholm-Leth, 2019). Prosaen (ledelsesberetningen) prioriteres kun i mindre grad af de professionelle investorer (Jessen, 2019).

Niels Granholm-Leth udtaler i interviewet følgende om ledelsesberetningen (Granholm-Leth, 2019):

”Dét, jeg lægger vægt på, er, at ledelsesberetningen giver et retvisende og afbalanceret billede af virksomhedens økonomiske udvikling i det forgangne år. [...] med streg under retvisende og afbalanceret”.

Vores undersøgelse viser, at 77 % af samtlige foretagne justeringer har en positiv effekt på præstationsmålene. Tilsvarende påvirker blot 4 % af justeringerne præstationsmålene i negativ retning. For de justerede præstationsmål, som selskaberne fremhæver grafisk i ledelsesberetningen, er 89 % af justeringerne foretaget i positiv retning. Ingen af de fremhævede justerede præstationsmål påvirkes i negativ retning af de foretagne justeringer. Tilsvarende viser vores undersøgelse, at den beløbsmæssige påvirkning af justeringer på resultatmål er af en væsentlig størrelse.

Der er således ikke harmoni mellem informantens ønske til ledelsesberetningen, og hvad vores undersøgelse af retningen på de foretagne justeringer viser. Dét faktum, at justeringerne i klart overvejende grad påvirker præstationsmålene i positiv retning, må betragtes som værende det modsatte af afbalanceret. Informanten henviser selv til tidligere undersøgelser, der entydigt peger i retningen af, at justeringer næsten kun foretages i positiv retning, hvorfor Niels Granholm-Leth i forlængelse heraf erklærer, at justeringerne absolut ikke er neutrale (Granholm-Leth, 2019):

”Man (selskaberne) glemmer lidt at fortælle om de ting, som ikke er gået som forventet. [...] Det største problem er, at det (informationen i ledelsesberetningen) er meget ensidigt, at de her justeringer er ensidigt positive – det er et problem”.

⁶⁴ Bilag 2: spørgsmål 2.

Informantens udtalelse indikerer, at selskabernes undladelse af information om dårlige nyheder samt stort set udelukkende anvendelse af positive justeringer kompromitterer pålideligheden af rapporteringen.

7.2.4 Øget kompleksitet af justerede præstationsmål

Resultatet af spørgeskemaundersøgelsen viser i lighed med Hitz (2010), at 76 %⁶⁹ af de adspurgte private regnskabsbrugere har vanskeligt ved at identificere, hvad der justeres for, når et selskab rapporterer et justeret præstationsmål i ledelsesberetningen. Respondenterne uddyber deres svar med:

"Jeg føler, at selskaberne gemmer nogle informationer i de justerede hoved- og nøgletal."
(Respondent #2)

"Uanset fremgangsmåden er der brug for eksplicit tydelighed i, hvordan justeringen er gennemført"
(Respondent #7)

I relation hertil fortæller Niels Granholm-Leth, at man i Finansforeningen godt kunne tænke sig at ensrette justeringerne af præstationsmål, men problemet er, at udtrækningen og kompleksiteten af justeringerne er øget i forhold til tidligere. Han udtaler endvidere (Granholm-Leth, 2019):

"Tidligere lærte man, når man starterede som aktieanalytiker, at man ekskluderede ekstraordinære poster, hvilket var simpelt. Men den linje har vi jo ikke længere, fordi ekstraordinære poster er lagt ind i de enkelte linjer. Der kan så være særlige tilfælde, hvor man har dét, der hedder 'special items', som et selskab som Carlsberg i den grad misrøgter. [...] Der er rigtig mange forhold, man kan justere for [...]. Derfor bruger investorer [...] mere og mere tid på at forstå, hvad de mener. [...] På den måde bliver regnskaberne mere komplekse [...]."

Informantens opfattelse af justeringerne er således i overensstemmelse med, at de private regnskabsbrugere har tilkendegivet i vores spørgeskemaundersøgelse, at de har vanskeligt ved at identificere, hvad der justeres for. Dette er ydermere i harmoni med vores analyse, der viste, at det for en væsentlig andel af justeringerne ikke var muligt at identificere, hvad der var justeret for (6 %) og/eller den beløbsmæssige effekt af justeringen (11 %).

⁶⁹ Bilag 2: Spørgsmål 3.

I relation hertil anfører de professionelle regnskabsbrugere, at de bruger mere og mere tid på at forstå, hvad selskaberne mener, fordi kompleksiteten af justeringerne er øget i forhold til tidligere. Der er således konsensus mellem de private og professionelle regnskabsbrugeres opfattelse af justerede præstationsmål og kompleksiteten af disse. Både de private og professionelle respons indikerer, at den lavere forståelighed er en konsekvens af selskabernes anvendelsen af justerede præstationsmål.

7.2.5 Informationsasymmetri mellem professionelle og private regnskabsbrugere

Resultatet af spørgeskemaundersøgelsen viser, at 76 %⁷¹ af de adspurgte private regnskabsbrugere har vanskeligt ved at afstemme justerede præstationsmål til det nærmeste ikke-justerede præstationsmål, hvilket indikerer, at der kan være problemer med verificerbarheden af de justerede præstationsmål.

De professionelle investorer udtaler i forlængelse heraf, at de (aktieanalytikerne) har adgang til ledelsen, hvilket muliggør, at de professionelle investorer relativt hurtigt kan identificere og afstemme justerede præstationsmål. Det påpeges af Niels Granholm Leth, at netop dét kan have konsekvenser for de private investorer (Granholm-Leth, 2019):

”Det vil sige, at der er en mængde information, som ikke tilgår hele markedet, fordi at informationen i ledelsesberetningen er blevet skævvredet. Den er ensidigt positiv, kan man sige. Det vil sige, at der kommer mere og mere information frem på lukkede investor- og analytikermøder, som rent faktisk burde have fremgået af ledelsesberetningen, og som efterfølgende viser sig at have en kurseffekt. Denne information har de private investorer ikke tilgang til”.

Som anført tidligere glemmer selskaberne at fortælle om dét, der ikke gik som forventet i løbet af det forgangne år. Disse ting har det med at komme frem på de efterfølgende investor- og analytikermøder med de professionelle investorer, hvor typisk finansdirektøren fortæller om dette. Informanten fortæller tillige, at han har oplevet uheldige situationer, hvor aktiekursen har reageret på de informationer, der er kommet frem på selskabernes lukkede investor- og analytikermøder. Dét, at selskaberne giver informationer på lukkede investormøder i stedet for at offentliggøre disse i ledelsesberetningen, hvor de burde fremgå, kan påvirke informationens prognose- og bekræftelsesværdi. Konsekvensen heraf er, at de private investorer, som ikke har adgang til investor- og analytikermøderne, tager beslutninger om ressourceallokering på et

⁷¹ Bilag 2: spørgsmål 4.

mindre oplyst grundlag end de professionelle investorer, hvilket ultimativt kan føre til fejlinvesteringer.

7.3 Delkonklusion

Det kan konkluderes, at alternative præstationsmål blandt andet anvendes af selskabers ledelse til at indfri egne og analytikernes forventninger. Det kan endvidere konkluderes, at især private regnskabsbrugere kommer frem til højere værdiansættelser, når de præsenteres for non-GAAP præstationsmål og deres værdiansættelse korrelerer med fremhævelsen non-GAAP præstationsmål. Modsætningsvist har non-GAAP præstationsmål ingen eller lille effekt på professionelle regnskabsbrugeres værdiansættelse, hvilket skyldes disses brug af mere sofistikerede værdiansættelsesmodeller. De private regnskabsbrugeres simple værdiansættelsesmodeller er i højere grad modtagelig for fejl, hvis investorerne ikke forstår nøjagtigheden og pålideligheden af regnskabsinformationen.

Det kan tillige på baggrund af vores undersøgelse konkluderes, at C25-selskaberne i langt størstedelen af tilfældene justerer deres præstationsmål i positiv retning samt at justeringerne har væsentlig beløbsmæssig effekt på præstationsmålene, hvilket ikke harmonerer med, at ledelsesberetningen skal være retvisende og afbalanceret.

Det kan konstateres, at størstedelen af de private respondenter har vanskeligt ved at forstå de foretagne justeringer samt at informanterne mener, at kompleksiteten af justeringerne er øget i forhold til tidligere. Denne manglende transparens kan være skyld i fejlvurderinger og fejlinvesteringer.

Det kan slutteligt konkluderes, at de professionelle investorer har adgang til en øget mængde information relativt til de private investorer, da de har adgang til ledelsen via investor- og analytikermøder. Det er tidligere set, at information fra investormøder har ført til uheldige situationer, hvor aktiekursen er blevet påvirket. Denne informationsasymmetri bevirker, at de private investorer træffer investeringsbeslutninger på et mindre oplyst grundlag end de professionelle investorer, hvilket ultimativt kan føre til fejlinvesteringer.

Kapitel 8 – Kvaliteten af engelske selskabers rapportering af justerede præstationsmål

Vi har i tidligere afsnit identificeret problemer med rapporteringskvaliteten af justerede præstationsmål blandt danske børsnoterede selskaber og konstateret, at rapporteringskvalitet eller mangel på samme har negative konsekvenser for regnskabsbruger, hvor specielt den private regnskabsbrugers investeringsbeslutninger påvirkes negativt af rapporteringskvaliteten.

Formålet med afsnittet er således at undersøge, om rapportering af alternative præstationsmål i selskaber underlagt ESMAs retningslinjer for alternative præstation i højere grad opfylder kvalitetskravene relativt til de danske C25-selskaber.

Det er vores opfattelse, at kravene i retningslinjerne i høj grad understøtter kvalitetskravene i IASBs begrebsramme, hvorfor det er vores hypotese, at de engelske selskaber i højere grad lever til analyseparametrene og dermed kvalitetskravene til årsrapporten.

Ovenstående hypotese ønskes be- eller afkræftet ved hjælp af følgende underspørgsmål:

Hvordan harmonerer engelske selskabers rapportering af alternative præstationsmål med kvalitetskravene?

8.1 Metodeorienteret introduktion til analysen

Analysen af rapporteringskvaliteten af de engelske børsnoterede selskabers justerede præstationsmål er foretaget under samme forudsætninger, som analysen af rapporteringskvaliteten blandt de danske selskaber, hvorfor der henvises til *afsnit 6.1 metodeorienteret introduktion til analysen* for yderligere information om analysens udarbejdelse.

8.2 Undersøgelsens resultater

Tabel 8.1: Kvantificering af opfyldelse af kvalitetskravene

Analyseparameter	Kvalitetskrav	Score		
		DK	UK	Δ (%-point)
Formålet med justeringen kan identificeres, og det specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.	R, TR, V, F	25%	100%	75%
Justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår.	TR, S, RT, V, F	58%	100%	42%
Det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.	TR, V, F	17%	40%	23%
Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål.	TR, S, V, F	58%	60%	2%
Det forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes, eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det udskiftede præstationsmål er mere relevant.	R, TR, S, RT, F	75%	100%	25%
		47%	80%	33%

Tabel 8.1 viser, i hvor høj grad de engelske selskaber opfylder et givent analyseparameter, der afdækker forskellige kvalitetskrav. Endvidere angiver tabellen forskellen i engelske selskabers score relativt til de danske selskabers (%-point).

De engelske selskaber opfylder generelt set i høj grad de udarbejdede analyseparametre for rapporteringskvalitet af justerede præstationsmål, da selskaberne i gennemsnit scorer 80 %. De engelske selskaber scorer fuldt point på samtlige analyseparametre bortset fra: *Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål* og *Det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet*. Dette skyldes, at henholdsvis to og tre selskaber ikke lever op til disse udsagn.

De danske selskaber scorer i gennemsnit blot 47 % på analyseparametrene, hvilket indikerer, at de engelske selskabers rapportering af justerede præstationsmål i væsentlig højere grad lever op til kvalitetskravene til årsrapporten, end tilfældet er for de danske selskaber.

Som det fremgår af *tabel 8.1*, er det kun analyseparameteret: *Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål*, hvor de engelske selskaber blot klarer sig marginalt (2 %-point) bedre end de danske selskaber. Ses der på samtlige analyseparametre, klarer de engelske selskaber sig i gennemsnit 33 %-point bedre end de danske selskaber, hvilket betragtes som en væsentlig difference.

8.2.1 Analyseparamenter 1

Analyseparameter 1	Kvalitetskrav	DK	Score UK	Δ (%-point)
<i>Formålet med justeringen kan identificeres, og det specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.</i>	R, TR, V, F	25%	100%	75%

Som tidligere anført knytter analyseparameteret sig især til kvalitetskravet *forståelighed*, da analyseparameteret belyser rationale bag justeringen og anvendeligheden af det justerede præstationsmål, hvilket ultimativt påvirker de fundamentale kvalitetskrav *troværdig repræsentation* og *relevans*.

8.2.1.1 Eksempler fra årsrapporter

8.2.1.2 Forklaring på rationalet bag justeringer

Som det fremgår af udklippene fra British American Tobacco's årsrapport, forklarer selskabet, hvad rationalet bag justeringerne er samt hvorfor de rapporterede justerede præstationsmål er anvendelige for regnskabsbrugere. Samtidig adresserer selskabet, at de ikke anser de rapporterede alternative præstationsmål som substitutter for GAAP præstationsmål samt at de alternative præstationsmål skal læses sammenholdt med GAAP præstationsmålene. British American Tobaccos begrundelse for anvendelsen af alternative præstationsmål er et udtryk for den gennemsnitlige forklaring, der gives af de analyserede engelske selskaber.

*"The Group management board believes that these additional measures **are useful to investors**, [...] because they exclude the impact of adjusting items in profit from operations, which have less bearing on the routine operating activities of the Group, thereby **enhancing users' understanding** of underlying business performance. The Group management board also believes that adjusted profit from operations provides information that enables investors **to better compare** the Group's business performance across periods. [...] **They are not presentations made in accordance with IFRS**, are not measures of financial condition or liquidity and should not be considered as alternative to profit for the year, profit from operations or operating margin as determined in accordance with IFRS."*

- Forfatternes egne fremhævelser

(British American Tobacco, Årsrapport 2017, s. 218)

De danske selskaber, der præsterer allerbedst på dette analyseparameter, præsenterer en forklaring på rationalet bag deres justeringer, som i høj grad minder om dem, de engelske selskaber præsenterer. Det gennemsnitlige engelske selskabs begrundelse for anvendelse af justerede præstationsmål adskiller sig primært fra de bedste danske selskaber i detaljeringsgraden og omfanget af begrundelsen. De engelske selskaber dedikerer adskillige sider i årsrapporten til en fyldestgørende forklaring og begrundelse for anvendelsen af de rapporterede alternative præstationsmål, hvorimod de "bedste" danske selskaber blot tilegner en spalte eller i bedste fald et kort afsnit.

8.2.2 Analyseparameter 2

Analyseparameter 2	Kvalitetskrav	Score		
		DK	UK	Δ (%-point)
Justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår.	TR, S, RT, V, F	58%	100%	42%

Som tidligere anført er det forfatternes opfattelse, at graden af verificerbarhed af de justerede præstationsmål især afspejles i analyseparameteret: *Justeringen defineres, og*

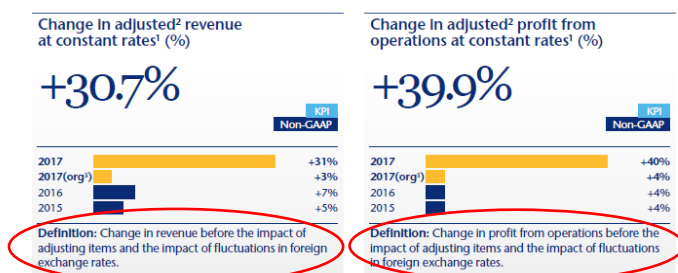
beregningsmetoden for det justerede hoved- eller nøgletal forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår, hvor de engelske selskaber i gennemsnit scorer 100 %. Forskelligt herfra scorede de danske selskaber i gennemsnit 58 % på samme analyseparameter.

8.2.2.1 Eksempler fra årsrapporter

8.2.2.1.1 Definition og beregningsmetode

British American Tobacco fremhæver i starten af ledelsesberetningen blandt andet de justerede præstationsmål 'Change in adjusted revenue at constant rates' og 'Change in adjusted profit from operations at constant rates'. Definitioner på de justerede præstationsmål præsenteres i forlængelse af

rapporteringen af de enkelte præstationsmål, hvilket illustreres af udklipet fra årsrapporten. På samme side som de justerede præstationsmål præsenteres, gives en forklaring på, hvad der forstås ved 'Adjusting items', som præstationsmålene justeres for, og den beløbsmæssige effekt justeringen har på tværs af præstationsmål.



British American Tobacco – definition på justerede præstationsmål, årsrapport 2017, s. 10.

Vi har ikke identificeret nogen danske selskaber, der præsenterer definitioner i forlængelse af rapporteringen af de justerede præstationsmål, som det ses i British American Tobaccos ledelsesberetning. De danske selskaber, der oplyser om beregningsmetoder, præsterer disse i et særskilt afsnit bagerst i årsrapporten, en fremgangsmåde som fx Vodafone også gør brug af:

Adjusted operating profit Group adjusted operating profit excludes impairment losses, restructuring costs arising from discrete restructuring plans, amortisation of customer bases and brand intangible assets and other income and expense.
(Vodafone, Årsrapport 2017, s. 218)

Om end selskaber, der oplyser definitioner på de anvendte justerede præstationsmål, opfylder det krav, vi har opsat, er British American Tobaccos fremgangsmåde at foretrække. Det skyldes, at de i højere grad end de resterende selskaber gør det let og overskueligt at identificere, hvordan det justerede præstationsmål er fremkommet. I kontrast til de engelske selskaber står blandt andre William Demant, der fremhæver justerede præstationsmål såsom 'Underlying EBIT', 'EBIT – adjusted' samt 'EBIT*', men uden at præsentere en reel definition på disse. Det nærmeste man kan komme en definition på fx 'Underlying EBIT' er:

*The Group generated an **EBIT** of DKK 2,504 million **before restructuring costs** and growth of 25 % in **underlying EBIT**, when adjusting for the negative exchange rate effect of DKK 103 compared to 2016 and for one-offs in 2016.*

- Forfatterens egne fremhævelser.

(William Demant, Årsrapport 2017, s. 15)

Man skal således selv som læser udlede af teksten, at 'Underlying EBIT' må være EBIT før negativ valutakurseffekt og engangsomkostninger, men det er desværre fortsat uvist, hvorvidt 'Underlying EBIT' tilsvarende 'EBIT*' er fratrasket restruktureringsomkostninger. Det fremgår ej heller af "definitionen" eller årsrapporten i sin helhed, hvad der skal forstås med 'one-offs'. "Definitionen" er ikke klar og tydelig, hvilket er symptomatisk for de danske selskabers rapportering af justerede præstationsmål.

8.2.2.1.2 Afstemning

Vi anser en afstemning af de justerede præstationsmål til det nærmeste GAAP præstationsmål som en vigtig komponent for at kunne verificere den foretagne justering. En afstemning giver regnskabsbruger et overblik over forskellen mellem det justerede præstationsmål og det nærmeste GAAP præstationsmål, hvilket viser justeringens påvirkning på det reviderede regnskabstal (GAAP præstationsmålet) og øger gennemsigtigheden.

Year ended 31 March	2018 £m	2017 £m	2016 £m
Operating profit	3,381	3,167	3,613
Depreciation and amortisation	3,514	3,572	2,631
EBITDA	6,895	6,739	6,244
Specific items ^a	610	906	215
Adjusted EBITDA	7,505	7,645	6,459

Afstemning af justeret præstationsmål til nærmeste GAAP præstationsmål.

(BT Group, Årsrapport 2017, s. 288)

Den gennemsnitlige engelske afstemning af et justeret præstationsmål illustreres af ovenstående udklip, hvor BT Group afstemmer et af de præstationsmål, som de fremhæver i ledelsesberetningen. Afstemningen er simpelt opbygget, således at den klart viser, hvorledes 'Adjusted EBITDA' er fremkommet. 'Adjusted EBITDA' afstemmes først til 'EBITDA', som derefter afstemmes til mellemtotalen 'Operating profit'⁷⁷. Afstemningen adskiller sig ikke betydeligt fra de afstemninger, de bedste danske selskaber foretager i de finansielle opgørelser. Når vi tidligere i afhandlingen har ytret os kritisk om kvaliteten af de danske selskabers

⁷⁷ Resultatopgørelsen skal indeholde overskrifter og subtotaler, hvor en sådan præsentation er relevant for forståelsen af virksomhedens finansielle præstation, jf. IAS 1.85, hvorfor 'Operating profit' almindeligvis anses for et GAAP præstationsmål.

afstemninger, skyldes det to forhold: (1) de danske selskaber anvender ikke i tilstrækkelig grad henvisning til, hvor i årsrapporten de foretager afstemningen af de justerede præstationsmål, (2) de engelske selskaber har typisk en dedikeret sektion i årsrapporten med en klar henvisning, hvori de enkelte justerede præstationsmål bliver afstemt til nærmeste mellem-, sub- eller total.

Den største forskel på kvaliteten af afstemningen mellem danske og engelske selskaber må således tilskrives den manglende henvisning til, hvor i årsrapporten der sker afstemning af de enkelte justerede præstationsmål. Fire ud af fem engelske selskaber udfører en god afstemning af de enkelte justerede præstationsmål, hvortil det justerede præstationsmål er påført en klar henvisning til, hvor i årsrapporten denne foretages. De danske selskaber anvender kun i et begrænset omfang henvisninger til, hvor der sker afstemning, hvorfor man som regnskabsbruger skal lede efter en eventuel afstemning.

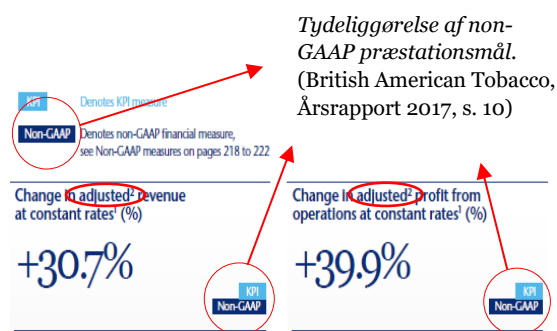
8.2.3 Analyseparameter 3

Analyseparameter 3	Kvalitetskrav	DK	Score UK	Δ (%-point)
<i>Det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.</i>	TR, V, F	17%	40%	23%

Det kan helt generelt siges, at de engelske selskaber er gode til give de rapporterede justerede præstationsmål klare og retvisende betegnelser, hvormed regnskabsbruger let kan identificere hvilke præstationsmål, der er justeret og tilsvarende er non-GAAP præstationsmål. Dét, der imidlertid gør, at de engelske selskaber ”kun” scorer 40 %, er, at flere af selskaberne justerer for tilbagevendende poster, hvilket vi ligeledes har observeret blandt de danske selskaber. Hvorom alting er, så klarer de engelske selskaber sig godt relativt til de danske selskaber, som i gennemsnit blot scorede 17 % på dette analyseparameter.

8.2.3.1 Eksempler fra årsrapporter

British American Tobacco fremhæver adskillige justerede præstationsmål i deres ledelsesberetning. Selskabet anmærker justerede præstationsmål som ’non-GAAP’, hvilket illustreres af udklipet fra årsrapporten. Mærkaterne gør det let identificerbart for regnskabsbruger, at der er tale om non-GAAP præstationsmål. Endvidere tydeliggøres det i titlen på præstationsmålet, at det er justeret. Justeringen defineres tillige i forlængelse af hvert præstationsmål. I kontrast til British American Tobacco står flere af de danske selskabers rapportering af justerede præstationsmål, hvor det er vanskeligt at identificere, at der er tale om



et justeret præstationsmål, såsom: Lundbecks rapportering af 'EBITDA' og NKTs rapportering af 'Organisk omsætningsvækst'.

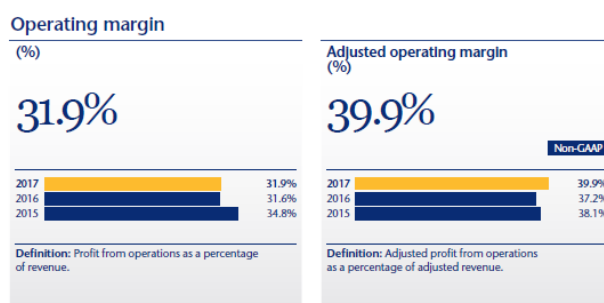
8.2.4 Analyseparameter 4

Analyseparameter 4	Kvalitetskrav	DK	Score	
			UK	Δ (%-point)
<i>Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål.</i>	TR, S, V, F	58%	60%	2%

Vi finder, at enkelte engelske selskaber vægter justerede præstationsmål højere end det nærmeste GAAP præstationsmål, hvorfor de engelske selskaber i gennemsnit scorer 60 % på analyseparameter 4, hvilket er på niveau med de danske selskaber. Desuagtet må det pointeres, at de engelske selskaber, der opfylder analyseparameteret, er bedre til at ligestille ikke-justerede præstationsmål med justerede præstationsmål (non-GAAP) relativt til de danske selskaber, som i højere grad "blot" ligestiller justerede præstationsmål med det nærmeste GAAP præstationsmål, hvilket fremgår af udklippet fra ISS' årsrapport i afsnit 6.3.5.1.2.

8.2.4.1 Eksempler fra årsrapporter

British American Tobacco fremhæver 'Adjusted operating margin' i ledelsesberetning, men side om side med det justerede præstationsmål fremhæves det ækvivalente ikke-justerede præstationsmål, 'Operating margin'. GAAP præstationsmålet tillægges mindst lige så stor prominens som non-GAAP præstationsmålet, og non-GAAP præstationsmål kan let identificeres og sammenlignes med det ækvivalente GAAP præstationsmål.



Det justerede præstationsmål (til højre) tillægges ikke større prominens end det ikke-justerede præstationsmål (til venstre).

(British American Tobacco, 2017-årsrapport, s. 35)

8.2.5 Analyseparameter 5

Analyseparameter 5	Kvalitetskrav	DK	Score	
			UK	Δ (%-point)
<i>Det forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes, eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det udskiftede præstationsmål er mere relevant.</i>	R, TR, S, RT, F	75%	100%	25%

De engelske selskaber scorer 100 % på analyseparameter 5, hvilket skyldes, at alle selskaber enten har fastholdt de samme justerede præstationsmål eller adresseret og forklaret, hvis de har foretaget udskiftning i præstationsmål eller beregningen heraf. Modsætningsvist fandt vi i vores

analyse af de danske selskaber, at tre af disse selskaber har ændret i deres beregningsmetode og/eller definition uden at adressere denne ændring i årsrapporten. Dette er årsagsforklaring til, at de danske selskaber scorer 25 %-point lavere end de engelske selskaber på dette analyseparameter.

8.2.5.1 Eksempler fra årsrapporter

Vi finder, at de engelske selskaber er konsistente i deres rapportering af justerede præstationsmål. Vi har identificeret, at Unilever Group har ændret i beregningsmetoden af deres alternative præstationsmål, men ligeledes at årsagsforklaringen på ændringen adresseres i et særskilt afsnit i ledelsesberetningen:

*[...] In order to **provide a clear picture of our performance** against the objectives set out in the announcement of the outcome of the review, where relevant, **our non-GAAP measures will now exclude restructuring costs**, the change from our previous measures of core operating profit is the additional exclusion of restructuring costs that are not related to acquisitions and disposals.*

- Forfatternes egne fremhævelser.

(Change in reporting of performance measures, Unilever Group, 2017-årsrapport, s. 22)

Af afsnittet fremgår en klar og præcis beskrivelse af rationalet bag ændringen og de bagvedliggende overvejelser, som selskabet har haft i relation til ændringen af beregningsmetoden af de alternative præstationsmål samt hvorfor ændringen er relevant for rapporteringen af et mere retvisende billede af selskabets finansielle præstation.

Tidligere anfægtede vi, at de danske selskaber generelt set er konsistente på tværs af år i deres rapportering af justerede præstationsmål, om end ikke i lige så høj grad som de udvalgte engelske selskaber. Eksemplet fra Unilever Groups årsrapport står imidlertid i skærende kontrast til A. P. Møller-Mærsk, der som tidligere anført i løbet af de sidste tre regnskabsår har ændret i deres definition og beregningsmetode af 'Underlying profit' uden at oplyse om ændringen eller forklare, hvad årsagen til ændringen har været.

8.3 Delkonklusion

Det kan konkluderes, at de engelske selskabers rapportering af alternative præstationsmål i høj grad lever op til kvalitetskravene til årsrapporten, hvilket illustreres i deres gennemsnitlige score på 80 % på analyseparametrene. Det kan ligeledes konkluderes, at kvaliteten af de rapporterede alternative præstationsmål er væsentligt højere blandt de engelske selskaber, end den er blandt de danske C25-selskaber. Forskellen i rapporteringskvaliteten kvantificeres til 33 %-point.

Det kan ydermere konkluderes, at de engelske selskaber på enkelte analyseparametre klarer sig middelmådigt. Dette skyldes, at enkelte selskaber fremhæver non-GAAP præstationsmål relativt til GAAP præstationsmål samt at flere selskaber justerer for tilbagevendende omkostninger, hvilket ultimativt påvirker den troværdige repræsentation.

Kapitel 9 – Forbedret rapporteringskvalitet som følge af ESMA's retningslinjer

Undersøgelsen af danske og engelske selskabers opfyldelse af kvalitetskravene i kapitel 6 og kapitel 8 giver mulighed for at vurdere, hvilken forventet påvirkning efterlevelsen af ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures af 2015 (fremadrettet "ESMA GL") vil have for rapporteringskvaliteten blandt danske selskaber.

ESMA GL er interessante, da Danmark pr. 15. maj 2019 endnu ikke tiltrådt retningslinjerne⁸⁰, og det er endnu uklart, i hvilket omfang Danmark vil implementere disse i lovgivningen. Der er imidlertid flere europæiske lande, som allerede har tilsluttet eller implementeret ESMA GL i deres nationale lovgivning. England er ét af disse lande, hvor børsnoterede selskaber siden marts 2016 har været underlagt ESMA GL (BDO, 2016; ESMA, 2017).

Det er vores hypotese, at residualen mellem de engelske og danske selskabers rapporteringskvalitet kan tilskrives implementeringen af retningslinjerne. Hypotesen be- eller afkræftes ved hjælp følgende underspørgsmål:

Hvorvidt kan implementeringen af ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures forbedre rapporteringskvaliteten, og hvilken effekt har det for regnskabsbrugere?

For at sandsynliggøre korrektheden af denne opfattelse, sammenlignes kvaliteten af de engelske selskabers rapportering af alternative præstationsmål før og efter implementeringen af ESMA GL.

Sammenligningen af rapporteringen af alternative præstationsmål i 2013 og 2017 viser, at rapporteringskvaliteten er blevet markant forbedret efter implementeringen.

Tabel 9.1: Forskel på opfyldelse af GL krav før og efter implementeringen⁸¹

År	Præsentation	Beregning	Afstemning	Formål og relevans	Vægtning ift. ækvivalente GAAP	Konsistens
2013	60%	50%	60%	80%	30%	N/A
2017	90%	100%	93%	100%	70%	100%
Δ (%-point)	30%	50%	33%	20%	40%	N/A

Tabel 9.1 viser forskellen mellem de engelske selskabers opfyldelse af kravene i ESMA GL før og efter, retningslinjerne blev implementeret i England opgjort på baggrund af et udarbejdet scoringssystem. Forudsætningerne for scoringssystemet fremgår af bilag 8. Forbedringen i opfyldelsen visualiseres ved ændringen fra 2013 til 2017 i procentpoint. Egen tilvirkning.

⁸⁰ Erhvervsstyrelsen har foreløbigt vurderet, at danske virksomheder ikke er forpligtet til at følge ESMA's retningslinjer for alternative resultatmål i ledelsesberetningen, men blot ved prospekter (Deloitte, 2019).

⁸¹ Forudsætningerne for scoringssystemet fremgår af bilag 8.

9.1 Relevante bestemmelser i ESMA GL

Nedenstående *tabel 9.2* giver et overblik over de bestemmelser i retningslinjerne, der efter vores opfattelse har haft en positiv indvirkning på kvaliteten af de engelske selskabers rapportering af alternative præstationsmål, som vi er tilhængere af, at de danske selskaber følger. Den forventede effekt af bestemmelserne vil blive diskuteret i kapitlets følgende afsnit.

Tabel 9.2: Oversigt over bestemmelser som forbedrer rapporteringskvaliteten

Bestemmelser som forbedrer rapporteringskvaliteten	Bestemmelsens ordlyd
Præsentation <i>Punkt 21</i> <i>Punkt 22</i> <i>Punkt 24</i> <i>Punkt 25</i>	21. Udstedere eller personer med ansvar for prospektet bør oplyse definitionerne af alle de anvendte alternative resultatmål på en tydelig og letlæselig måde. 22. Alternative resultatmål bør gives en relevant betegnelse, der afspejler deres indhold og beregningsgrundlag for at undgå at give brugerne vildledende oplysninger. 24. Udstedere eller personer med ansvar for prospektet bør ikke anvende betegnelser, titler eller beskrivelser af alternative resultatmål, der defineres i det relevante regelsæt om rapportering af finansielle oplysninger, som er ens eller kan forveksles ved henvisninger til alternative resultatmål. 25. Udstedere eller personer med ansvar for prospektet bør ikke fejlbetegne poster som værende engangsposter, sjældne eller usædvanlige. Poster, som har påvirket tidligere perioder og vil påvirke fremtidige perioder, vil f.eks. sjældent blive betragtet som engangsposter eller sjældne eller usædvanlige poster (som f.eks. omstruktureringsomkostninger eller nedskrivninger).
Afstemning <i>Punkt 26</i> <i>Punkt 27</i>	26. En afstemning af det alternative resultatmål med den regnskabspost, subtotal eller total i regnskabet for den relevante periode, som det mest direkte kan afstemmes med, bør oplyses med særskilt definition og forklaring af de væsentlige afstemningsposter. 27. Udstedere eller personer med ansvar for prospektet bør ligeledes præsentere den relevante regnskabspost, subtotal eller total i regnskabet for det specifikke alternative resultatmål, som det mest direkte kan afstemmes med.
Formål og relevans <i>Punkt 33</i> <i>Punkt 34</i>	33. Udstedere eller personer med ansvar for prospektet bør forklare brugen af alternative resultatmål, så brugerne kan forstå deres relevans og pålidelighed. 34. Udstedere eller personer med ansvar for prospektet bør forklare, hvorfor de mener, at et alternativt resultatmål giver nyttige oplysninger vedrørende den finansielle stilling, pengestrømme eller finansielle resultater samt formålet med at anvende det specifikke alternative resultatmål.

Fremhævelse og præsentation af alternative præstationsmål <i>Punkt 35</i> <i>Punkt 36</i>	35. Alternative resultatmål bør ikke fremhæves mere eller tilstås mere autoritet end alternative resultatmål, der stammer direkte fra regnskaber. 36. Alternative resultatmål bør ikke præsenteres på en sådan måde, at de fjerner opmærksomheden fra alternative resultatmål, der stammer direkte fra regnskaber.
Konsistens <i>Punkt 41</i> <i>Punkt 42</i> <i>Punkt 43</i>	41. Definitionen og beregningen af et alternativt resultatmål bør være konsekvent over tid. Under ekstraordinære omstændigheder, hvor udstedere eller personer med ansvar for prospektet beslutter at omdefinere et alternativt resultatmål, bør udstederen: i. forklare ændringerne ii. forklare, hvorfor disse ændringer medfører pålidelige og mere relevante oplysninger om finansielle resultater iii. angive tilpassede sammenligningstal. 42. Hvis en udsteder ophører med at oplyse et alternativt resultatmål, bør udstederen forklare, hvorfor denne mener, at det pågældende alternative resultatmål ikke længere giver relevante oplysninger. 43. Hvis et bestemt alternativt resultatmål erstattes af et andet, som bedre opfylder samme mål, bør udstederne forklare, hvorfor dette nye alternative resultatmål giver pålidelige og mere relevante oplysninger sammenlignet med det tidligere anvendte alternative resultatmål.

9.2 Hvordan kan ESMA GL forbedre rapporteringskvaliteten?

ESMA nævner eksplicit i deres vejledning til bestemmelserne (ESMA, 2017), at formålet med ESMA GL er: *at beskytte aktuelle og potentielle investorer gennem et krav om, at al information skal være let analyserbar og forståelig (forståelighedsprincippet)*. Dette bevirker, at det alternative præstationsmål skal være: veldefineret, præsenteret med en meningsfuld betegnelse, der reflekterer indholdet, afstemt til de finansielle opgørelser, konsistent, rapporteret med respekt for non-GAAP præstationsmål (ligestilling) samt givet en tiltrækkelig forklaring på, hvorfor det alternative præstationsmål er mere relevant og pålideligt for forståelsen af virksomhedens præstation (ESMA, 2017). Skal information være relevant og troværdigt repræsentere de økonomiske fænomener, som den påstår at repræsentere, skal den have prognose- og bekræftelsesværdi samt være fuldstændig, neutral og fri for fejl⁸². I relation til vores arbejde i de foregående kapitler har vi identificeret problemer ved de danske selskabers rapportering af alternative præstationsmål, hvilket medfører at de ikke til fuldstændighed opfylder vores fortolkning af kvalitetskravene *relevans* og *troværdig repræsentation*.

⁸² Se afsnit 5.3.1.2 *Troværdig repræsentation* og afsnit 5.3.1.1 *Relevans*.

9.2.1 Præsentation af alternative præstationsmål

I relation til det forstærkende kvalitetskrav *verificerbarhed*, har vi identificeret, at en væsentlig andel af de danske selskaber ikke oplyser definitioner og beregningsmetoder for de anvendte alternative præstationsmål, hvilket har en negativt påvirkning på verificerbarheden.

De engelske selskaber rapporterer generelt set alternative præstationsmål, der besidder en høj grad af verificerbarhed, hvilket skyldes to forhold. For det første er de engelske selskaber i højere grad i stand til at præsentere en definition i direkte forlængelse af rapporteringen af præstationsmålet, hvilket gør regnskabsbruger i stand til at identificere, hvordan præstationsmålet er opgjort. For det andet ledsages definitionen typisk af en henvisning til et særskilt afsnit med en uddybende beskrivelse af definitionen og beregningsmetoden. Præsentation af alternative præstationsmål reguleres af bestemmelserne pkt. 21-25. Det følger af pkt. 21, at selskaberne skal præsentere definitioner for alle rapporterede alternative præstationsmål på en klar og præcis måde. Det er vores opfattelse, at selskaberne opfylder bestemmelsen, når det alternative præstationsmål præsenteres på en klar og overskuelig måde, hvilket inkluderer en let identificerbar definition. Graden af verificerbarhed er desuden afledt af selskabernes evne til at præsentere en beregningsmetode, der gør det klart for læseren, hvordan det enkelte præstationsmål er fremkommet. Grundlaget for beregningen er i særdeleshed essentielt for regnskabsbrugers forståelse af præstationsmålet, såfremt der ikke præsenteres en klar definition af dette.

Den manglende præsentation af beregningsmetoder blandt de danske selskaber mindskes, såfremt ESMA GL pkt. 21 efterleves, da bestemmelsen anfører, at alternative præstationsmål skal præsenteres med en definition, der er klar og forståelig. Ydermere vil præsentation af et klart beregningsgrundlag højne informationsværdien til et niveau, hvor denne pålideligt tilfører værdi til regnskabsbrugers prognose- og bekræftelsesopgave. Modsætningsvist risikerer anvendelsen af justerede præstationsmål uden en tilstrækkelig definition eller beregningsgrundlag at vildlede regnskabsbruger.

Det er således forfatterens opfattelse, at kvaliteten af de danske selskabers rapportering af justerede præstationsmål vil øges ved implementering af ESMA GL pkt. 21.

9.2.1.1 Anvendelse af en retvisende titel

De rapporterede alternative præstationsmål skal gives en meningsfyldt titel, der reflekterer indholdet og grundlaget for beregningsmetoden, jf. ESMA GL pkt. 22. En meningsfuld titel og et klart beregningsgrundlag er forudsætninger for, at rapporteringen af alternative præstationsmål giver et retvisende billede af virksomhedens præstation.

Det følger endvidere af ESMA GL pkt. 24, at der ikke må anvendes betegnelser eller beskrivelser af alternative præstationsmål, som er de samme eller til forveksling ligner præstationsmål defineret i IFRS. ESMA har specificeret, at selvom ESMA GL ikke foreskriver hvilke betegnelser, der må og ikke må anvendes, skal betegnelserne: (1) være meningsfyldte, (2) ikke være misledende, og (3) reflektere indholdet og beregningsgrundlaget for det alternative præstationsmål (ESMA, 2017). Ingen af betingelserne synes opfyldt, hvis selskaberne rapporterer et justeret præstationsmål som 'EBIT' fratrasket 'Special items', men med betegnelsen 'Operating profit'.

9.2.1.2 Brugen af 'Special items' og lignende

I kapitel 6 identificerede vi udfordringer ved de danske selskabers rapportering af alternative præstationsmål eksemplificeret gennem udklip og fremhævninger fra årsrapporterne. Der er efter vores opfattelse utilstrækkelig klarhed i relation til rammerne for anvendelse af 'Special items'. Som vi anførte tidligere, må begrebet 'Special items' indebære, at omkostninger eller indtægter, der ligger fjernt fra driften, typisk ikke er af tilbagevendende karakter. Carlsberg er et af de selskaber, som anvender 'Special items' begrebet om omkostninger, der ikke er af tilbagevendende karakter. Når vi fremhæver Carlsbergs brug af 'Special items' i deres rapportering af alternative præstationsmål, udspringer det af den negative indvirkning, denne brug har på informationens prognose- og bekræftelsesværdi for regnskabsbruger.

Retningslinjernes punkt 25 yder selskaberne vejledning i brugen af poster, der betegnes som "engangsposter", "sjældne" eller "usædvanlige", da bestemmelsen fastslår, at selskaber ikke bør fejlmærke poster som "engangsposter", "sjældne" eller "usædvanlige". Det vil sige, at indtægter og omkostninger, der har påvirket tidligere perioder og vil påvirke fremtidige perioder, uvanligt anses for ikke-tilbagevendende, sjældne eller usædvanlige. ESMA nævner i den forbindelse, at restruktureringsomkostninger og tab på nedskrivninger sjældent er engangsposter, såfremt det er sandsynligt, at de også vil fremkomme i fremtiden. ESMA GL yder ikke en nærmere vejledning for hvilke overvejelser, der kan være relevante i forbindelse med vurdering af, om omkostninger og indtægter kan anses for engangsposter eller ej. FRC har som følge heraf udarbejdet retningslinjer for anvendelse af restruktureringsomkostninger for engelske børsnoterede selskaber i overensstemmelse med ESMA's retningslinjer. FRC's retningslinjer er udarbejdet på baggrund af en undersøgelse, som viste betydelige udfordringer med selskabernes klassifikation af almindelige driftsomkostninger som 'Non-recurring'. FRC (2017) tolker bestemmelsen i pkt. 25 således, at omkostninger, som forventes at påvirke flere periode, ikke kan indgå som 'Non-recurring'.

FRC (2017) og ESMA (2017) anerkender, at klassifikationen af omkostninger som 'Non-recurring' er underlagt betydelige skønsmæssige overvejelser, og at disse overvejelser naturligt bliver

mindre, desto større omfanget er. For betydelige 'business transformations' og lignende, hvor der findes en klar afgrænsning til driften og som spænder over flere perioder, vil det være relativt åbenlyst, at der er tale om 'Non-recurring' omkostninger (FRC, 2017).

Formulering i pkt. 25 medfører dog en vis usikkerhed om, hvorvidt implementeringen vil bidrage til en mere gennemskuelig anvendelse af præstationsmål som er justeret for ikke-tilbagevendende poster. Det er således uvist, hvorvidt implementeringen af retningslinjerne vil medføre, at selskaber såsom Carlsberg ændrer brugen af 'Special items', herunder klassifikationen af restruktureringsomkostninger som ikke-tilbagevendende, i relation rapportering af alternative præstationsmål.

9.2.2 Afstemning af alternative præstationsmål

Vi finder i undersøgelsen af rapporteringskvaliteten af justerede præstationsmål, at de engelske selskaber i højere grad end de danske foretager en afstemning af de justerede præstationsmål til den nærmeste sub-, mellem- eller total præsenteret i de finansielle opgørelser. Om end det kræver en del ressourcer at foretage en afstemning af de justerede præstationsmål, der rapporteres af de danske selskaber, er det typisk muligt at afstemme præstationsmålene til sub-, mellem-, eller total i den finansielle opgørelse.

Det følger af ESMA GL pkt. 26, at afstemningen skal ske til det mest direkte sammenlignelige mål i de finansielle opgørelser, men det fremgår ikke eksplicit, hvor i årsrapporten afstemningen skal foretages. Selskaberne skal forsøge at præsentere alternative præstationsmål så klart og koncist som muligt, hvilket især gør sig gældende for selskaber, der rapporterer adskillige præstationsmål (FRC 2017). FRC (2017) anser pkt. 26 for opfyldt, såfremt der (mulighed 1) sker afstemning i den relevante note, (mulighed 2) alle afstemninger samles ét sted i årsrapporten, eller (mulighed 3) når der foretages afstemning af justerede præstationsmål i resultatopgørelsestabuleringen.

Vi anerkender, at afstemninger af hvert enkelt justerede præstationsmål optager betydelig plads og kan være forstyrrende for læsevenligheden. Vi er derfor tilhængere af, at selskaberne har en så høj grad af fleksibilitet i relation til, hvor og hvordan afstemningen præsenteres i årsrapporten.

De engelske selskaber synes generelt at foretrække en separat afstemning af de enkelte justerede præstationsmål i et samlet afsnit (mulighed 2), hvilket tilsluttes af forfatterne. Ved anvendelsen af denne fremgangsmåde bliver definitioner og afstemningen typisk præsenteret sammen, hvilket har den fordel, at præsentationen bliver mere koncis, og samtidig afleder afstemningen ikke opmærksomheden fra årsrapportens øvrige informationer. Modsætningsvist er ulempen, at regnskabsbruger skal søge efter afstemningen andetsteds end der, hvor det pågældende præstationsmål er præsenteret i årsrapporten. Ulempen kan dog afbødes af gode krydsreferencer, som skaber et læsevenligt miljø, uden forstyrrelser for læseren og medvirker til en større

forståelighed og verificerbarhed af de alternative præstationsmål, hvilket de engelske selskaber er gode til at anvende.

9.2.3 Forklaring om brugen af alternative præstationsmål

Det følger af ESMA GL pkt. 33-34, at selskaberne skal forklare brugen af et alternativt præstationsmål på en sådan måde, at det giver regnskabsbruger mulighed for at forstå dets relevans og pålidelighed. Ydermere skal selskaberne forklare, hvorfor de mener, at det enkelte alternative præstationsmål yder nyttigt information om selskabets finansielle præstation. Det fremgår ikke klart af bestemmelserne, hvornår informationer er af en sådan beskaffenhed, at de er relevante, pålidelige og nyttige for forståelsen af selskabets finansielle præstation.

I vores optik, indebærer en god beskrivelse en forklaring på, hvorfor et alternativt præstationsmål er brugbart, behjælpeligt, eller mere retvisende fremfor, som størstedelen af de danske selskaber gør, blot at hævde, at dette er tilfældet. Vi er desuden tilhængere af, at denne forklaring suppleres med en fremhævelse af, at det alternative præstationsmål ikke er et GAAP præstationsmål samt at anvendelsen af alternative præstationsmål ikke skal anses som en substitut for GAAP præstationsmål. Sådanne fremhævelser øger unægteligt transparensen af rapporteringen af alternative præstationsmål.

ESMA har ændret i indholdet af bestemmelserne fra de oprindelige, der fremgik af udkastet til retningslinjerne i 2014. Heraf fremgik, at selskaberne skulle forklare hvert enkelt alternativt præstationsmål og dets nytte for forståelsen af selskabets finansielle præstation (ESMA Consultation Paper 2014). En sådan bestemmelse vil med al sandsynlighed resultere i en fuldstændig forståelse af de enkelte alternative præstationsmål og deres relevans i relation til den finansielle præstation. Vi er tilhængere af idéen om, at hvert enkelt alternativt præstationsmål ledsages af en beskrivelse af, hvilken værdi den tilfører regnskabsbruger. Vi anerkender samtidig, at dette vil øge omfanget af rapporteringen væsentligt for de selskaber, der rapporterer mange alternative præstationsmål. I Danmark, hvor de danske selskaber i gennemsnit rapporterer 5,6 alternative præstationsmål, forventes det ikke i samme omfang at være en byrdefuld opgave at præsentere en forklaring om brugen af det enkelte alternative præstationsmål, og samtidig vil det resultere i en større grad af forståelighed.

9.2.4 Fremhævelse af alternative præstationsmål

Vi finder, at de danske selskaber tillægger de justerede præstationsmål større prominens end det ækvivalente ikke-justerede præstationsmål. Vores undersøgelse viser, at de danske og engelske selskaber klarede sig nogenlunde ens på parameteret: *Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål.* Dette er overraskende, når man tager i betragtning, at retningslinjerne indeholder krav om, at alternative præstationsmål ikke må

præsenteres med større prominens, vægt eller autoritet end præstationsmål, som stammer direkte fra de finansielle opgørelser (concept of prominence), jf. ESMA GL pkt. 35-36. Det måtte derfor forventes, at der i højere grad ville være ligevægt og neutralitet mellem GAAP og non-GAAP præstationsmål rapporteret af de engelske selskaber relativt til de danske selskaber. ESMA (2017) påpeger selv, at forklaringen formentlig skal ses i lyset af den manglende beskrivelse af, hvad der anses for ligevægtning i retningslinjer. På baggrund heraf udgav ESMA i 2017 en vejledning om, hvilke forhold der kan indgå i denne ligevægtsvurdering (ESMA, 2017). I vejledningen specificeres det, at placeringen i ledelsesberetningen, frekvensen, anvendelse af fed eller kursiv skrifttype samt skriftstørrelsen bør tillægges stor betydning i vurderingen af prominens.

Tiden må vise, om denne vejledning vil bevirke en forbedret rapporteringskvalitet for selskaber underlagt ESMA GL, eller om rapporteringskvaliteten vil forblive på det nuværende niveau. Såfremt vejledningen resulterer i en ligevægtig præsentation af alternative præstationsmål og det nærmeste GAAP præstationsmål, er det vores overbevisning, at implementeringen af pkt. 35-36 kan have positiv effekt på den troværdige repræsentation.

9.2.5 Konsistens i rapporteringen af alternative præstationsmål

Det er identificeret, at enkelte af de danske selskaber er inkonsistente i deres definitioner af justerede præstation. Ét af disse selskaber er A.P Møller Mærsk, der anvender en definition på 'Underlying profit', der er forskellig over en treårig periode. Det er vores opfattelse, at inkonsistens i rapporteringen af justerede præstationsmål har betydelig indflydelse på den troværdige repræsentation. Inkonsistens i definitioner eller beregningsmetoder har potentiale til at mislede investorer, der som udgangspunkt forventer, at rapporteringen er konsistent fra år til år. Vi anerkender, at der findes valide årsagsforklaringer på en udskiftning i en definition eller beregningsmetode, men at der ved en sådan udskiftning skal medfølge en forklaring på, hvorfor den nye definition eller beregningsmetode er mere relevant. Vi ved, at de engelske selskaber i højere grad end de danske benytter årsagsforklaringer, når de udskifter deres definitioner, beregninger eller alternative præstationsmål.

ESMA GL pkt. 41-44 regulerer kravene til konsistens, hvoraf det fremgår, at definitionen og beregningen af et alternativt præstationsmål skal være konsistent over tid. I exceptionelle tilfælde har selskaberne mulighed for udskifte eller redefinere de alternative præstationsmål, jf. retningslinjernes pkt. 41. I sådanne tilfælde skal selskabet:

1. Forklare ændringerne,
2. forklare hvorfor disse ændringer resulterer i pålidelig og mere relevant information om selskabets finansielle præstation, og
3. oplyse tilpassede sammenligningstal.

Endvidere skal selskaber, som stopper med at anvende et bestemt alternativt præstationsmål forklare de bagvedliggende bevæggrunde for, hvorfor det alternative præstationsmål ikke længere yder relevant information til regnskabsbruger.

Da selskaberne i højere grad bliver forpligtet til at oplyse, hvorfor de har foretaget en given udskiftning, mindsker det også de enkelte selskabers spillerum for 'earnings management' via udskiftninger i definitioner og beregningsmetoder, der efter selskabets aktuelle situation er mest fordelagtige.

Det er forfatterens opfattelse, at udskiftninger af definitioner og beregningsmetoder, der ledsages af en årsagsforklaring, øger transparensen af det rapporterede alternative præstationsmål. Det er derfor vores klare opfattelse, at efterlevelse af bestemmelserne i pkt. 41-44 vil øge verificerbarheden, forståeligheden og sammenlignelighed (konsistens) af de alternative præstationsmål.

9.3 Kan ESMA GL afhjælpe konsekvenserne ved rapportering af alternative præstationsmål?

Vi finder i kapitel 7, at private regnskabsbrugere bliver vildledt, når non-GAAP præstationsmål fremhæves over GAAP præstationsmål. Endvidere finder vi, at de private regnskabsbrugeres værdiansættelse er tilbøjelig til at blive påvirket af non-GAAP præstationsmål, når disse tillægges større prominens end de ækvivalente GAAP præstationsmål. En sådan konsekvens ved rapportering af alternative præstationsmål kan imidlertid afhjælpes af ESMA GL pkt. 35-36, der foreskriver, at alternative præstationsmål ikke må præsenteres med større prominens, vægt eller autoritet end præstationsmål, der stammer direkte fra de finansielle opgørelser.

Som anført tidligere i afhandlingen er det empirisk bevist, at private regnskabsbrugeres tendens til at fokusere på fremhævede non-GAAP præstationsmål mindskes, når disse afstemmes til GAAP præstationsmål. Tilsvarende tilkendegav de private regnskabsbrugere i vores spørgeskemaundersøgelse, at de havde vanskeligt ved at afstemme justerede præstationsmål. Implementering af retningslinjernes pkt. 26 vil kunne afhjælpe denne negative konsekvens, da bestemmelsen foreskriver, at der skal foretages en afstemning af det alternative præstationsmål til det mest direkte sammenlignelige præstationsmål i den finansielle opgørelse.

Vi finder, at de engelske selskaber typisk foretager afstemning af alternative præstationsmål hver for sig og i en separat tabulering. En sådan afstemning i en tabulering opfylder kravene i retningslinjernes pkt. 26-27, hvorfor de danske selskaber med fordel kan følge det engelske eksempel. Det er vores forventning, at implementeringen af disse vil have en væsentlig indvirkning på regnskabsbrugers prognose- og bekræftelsesværdi samt bidrage til en større gennemsigtighed i rapporteringen og fremhævelsen af alternative præstationsmål.

De private regnskabsbrugere tilkendegav endvidere i vores spørgeskemaundersøgelse, at de finder det vanskeligt, at gennemskue justerede præstationsmål herunder identificere, hvad der justeres for. I overensstemmelse hermed udtalte de interviewede aktieanalytikere, at kompleksiteten af justeringerne er øget i forhold til tidligere. I forlængelse heraf fandt vi, at uigennemsigtig præsentation af non-GAAP information øger private regnskabsbrugeres risiko for fejlvurdering af indtjening. På baggrund af analysen af rapporteringskvaliteten af alternative præstationsmål blandt engelske selskaber er det forfatterens overbevisning, at dette problem i særdeleshed kan afhjælpes ved implementeringen af retningslinjernes bestemmelser om: anvendelse af en klar og tydelig definition (pkt. 21), anvendelse af en relevant betegnelse, der afspejler indhold og beregningsgrundlag (pkt. 22), forbud mod at anvende GAAP betegnelser for non-GAAP præstationsmål (pkt. 24), rationalet bag brugen af alternative præstationsmål (pkt. 33-34) samt årsagsforklaring på udskiftning og redefinering af alternative præstationsmål (pkt. 41-42). Bestemmelserne foreskriver, at de alternative præstationsmål skal ledsages af en definition og beregningsmetode, det skal forklares hvorfor det alternative præstation gør det muligt for regnskabsbruger, at forstå dets relevans og pålidelighed. Endvidere skal der anvendes en retvisende titel samt foreligge en årsagsforklaring på udskiftning i præstationsmål og beregningsmetoder, hvilket unægtelig vil øge gennemsigtheden af de justerede præstationsmål. Det er vores forventning, at den øgede gennemsigthed mindsker kløften mellem værdiansættelser på baggrund af henholdsvis GAAP og non-GAAP præstationsmål, da regnskabsbrugers anvendelse af alternative præstationsmål sker på et mere oplyst og fuldstændigt grundlag.

Ydermere resulterer en øget gennemsigthed i en reducere af informationskløften mellem kapitalejerne (investorerne) og ledelsen i selskaberne. Den øgede gennemsigthed er et resultat af de større krav til forklaring, afstemning og "ligevægtning" af non-GAAP præstationsmål. Det medfører, (1) at ledelsen får vanskeligere ved at tilbageholde uønsket information (dårlige resultater), og (2) skaber en ensretning, i den måde information præsenteres på tværs af selskaberne, (3) samt konsistens i den måde det enkelte selskab rapporterer fra år til år. Konsekvenserne bliver, at implementeringen af disse retningslinjer foranlediger en ensretning af kapitalejernes henholdsvis ledelsens interesser.

9.3.1 Konsekvenser ved alternative præstationsmål, som ikke afhjælpes ved efterlevelse af ESMA GL

De registrerede justerede præstationsmål giver oftest et mere positivt billede af virksomhedens præstation relativt til GAAP præstationsmålene, og tilfældene, hvor de har negativ indvirkning, er forsvindende få. Vi anfører således, at de foretagne justeringer ikke er neutrale, og ledelsesberetningen ofte ikke er afbalanceret, hvilket tilsluttes af Niels Granholm-Leth, formand for Finansforeningens Regnskabsudvalg (Granholm-Leth, 2019). Denne problemstilling og det faktum, at omfanget af justeringerne er stort, og justeringerne i betydelig grad forbedrer præstationsmålene, kan umiddelbart ikke afhjælpes ved implementering eller efterlevelse af ESMA GL. Dette skyldes, at retningslinjerne ikke sætter begrænsninger for anvendelsen af justeringer og alternative præstationsmål, men "blot" fremmer transparensen i rapporteringen af alternative præstationsmål. Det vil således fortsat være generalklausulen i Årsregnskabslovens § 11 om en retvisende redegørelse, herunder opfyldelse af kvalitetskravene, der skal afhjælpe denne problematik.

På trods af, at implementeringen af ESMA GL medfører en større ensretning i kapitalejernes henholdsvis ledelsens interesser, vil de ikke kunne afhjælpe udfordringen med, at ledelsesberetningen først nuanceres på de lukkede investor- og analytikermøder, hvor informationerne ikke er tilgængelig for de private regnskabsbrugere. Det kommer selvsagt de private investorer til skade, hvis der fremkommer informationer til en lukket kreds af professionelle regnskabsbrugere, som derved træffer investeringsbeslutninger på et mere oplyst grundlag. Det er imidlertid et mere grundlæggende problem om lige adgang til information, der stikker væsentligt dybere end rapporteringen af alternative præstationsmål, og et område hvor implementeringen af retningslinjerne ikke kan stå alene.

9.4 Delkonklusion

Det kan konkluderes, at kvaliteten af engelske selskabers rapportering af alternative præstationsmål i ledelsesberetningen efter implementeringen af ESMA's retningslinjer er forbedret relativt til før implementeringen, hvorfor denne forbedring skal tilskrives retningslinjerne.

Retningslinjerne har til formål at beskytte investorer ved at diktere krav til forståeligheden og analyserbarheden af information. Retningslinjerne ligger sig tæt op ad vores fem udarbejdede analyseparametre, hvorfor efterlevelsen af flere af bestemmelserne heri utvivlsomt vil forbedre vores vurdering af kvaliteten af de danske selskabers rapportering af alternative præstationsmål.

De danske selskabers efterlevelse af retningslinjerne vil kunne afhjælpe flere af de problemer, vi har identificeret med den troværdige repræsentation af justerede præstationsmål, da retningslinjerne blandt andet fremsætter krav til anvendelsen af engangsposter (fx i opgørelsen af 'Special items'), krav til anvendelsen af en retvisende betegnelse for alternative præstationsmål samt krav til præsentation af definitioner og beregningsmetoder.

Ydermere stiller ESMA GL krav til forklaring af relevansen for anvendelsen af alternative præstationsmål, hvilket vi tidligere konkluderede, at de danske selskaber kun undtagelsesvist gjorde. Det kan tillige konkluderes, at kravene i ESMA GL vil have en positiv påvirkning på de danske selskabers opfyldelse af de forstærkende egenskaber, herunder specielt verificerbarhed, forståelighed og sammenlignelig.

Slutteligt finder vi, at efterlevelsen af bestemmelserne i ESMA GL vil kunne mindske en væsentlig andel af de konsekvenser vi tidligere identificerede ved rapportering af alternative præstationsmål. Hvorom alting er, vil der fortsat være ulemper ved anvendelsen af alternative præstationsmål, som retningslinjerne ikke vil kunne afhjælpe til fulde.

Kapitel 10 – Konklusion

Denne afhandling har undersøgt, om C25-selskabernes rapportering af justerede præstationsmål i ledelsesberetningen harmonerer med kvalitetskravene til årsrapporten samt konsekvenserne heraf for regnskabsbrugere.

Det kan konkluderes, at C25-selskaberne rapporterer mange forskellige præstationsmål, hvoraf størstedelen udgøres af alternative præstationsmål (non-GAAP). Præstationsmålene justeres i vid udstrækning, hvor justeringer for 'Special items' og lignende er de hyppigst anvendte. Endvidere kan det konkluderes, at de præstationsmål, selskaberne fremhæver grafisk og/eller narrativt i ledelsesberetningen, herunder deres primære resultat- og vækstmål, i væsentlig højere grad justeres end de øvrige rapporterede præstationsmål.

Vi finder, at der i litteraturen er delte meninger om anvendelsen af alternative præstationsmål (læs: justerede præstationsmål). Alternative præstationsmål mindsker informationskløften mellem regnskabsbrugere og ledelse, da disse giver mulighed for rapportering af yderligere relevant information, hvilket har en positiv indvirkning på regnskabsbrugers forståelse af virksomhedens finansielle præstation. Imidlertid kan alternative præstationsmål mindske kontrollerbarheden af ledelsens arbejde og skabe mulighed for 'Earnings management' ved at inkludere eller ekskludere indtægter og omkostninger efter ledelsens velbefindende.

Det følger af Årsregnskabsloven § 11, stk. 1, 2. pkt., at ledelsesberetningen skal udgøre en retvisende redegørelse, hvorfor justerede præstationsmål, der rapporteres i ledelsesberetningen, tillige skal opfylde dette krav. IASBs begrebsramme bryder begrebet *retvisende redegørelse/billede* ned i rangordnede kvalitetskrav (fundamentale karakteristika og forstærkende egenskaber). På baggrund af vores spørgeskemaundersøgelse og interviews med aktieanalytikere finder vi, at anvendelsen af justerede præstationsmål i højere eller lavere grad har relevans for private og professionelle regnskabsbrugere. I vores analyse af de justerede præstationsmål identificerede vi flere forskellige problemer i relation til opfyldelsen af IASBs kvalitetskrav, hvorfor det kan konkluderes, at C25-selskabernes rapportering af justerede præstationsmål i ledelsesberetningen i nogle tilfælde ikke harmonerer med kvalitetskravene til årsrapporten. Vi finder, at de rapporterede præstationsmål i flere tilfælde ikke er retvisende og i enkelte tilfælde er decideret vildledende. Ofte justeres præstationsmålene for tilbagevendende driftsomkostninger (og -indtægter), hvorfor den troværdige repræsentation i flere tilfælde kompromitteres.

Tilsvarende kan det konkluderes, at de justerede præstationsmål generelt set kun i lav grad tilfredsstiller de forstærkende egenskaber. Blandt C25-selskaberne anvendes en bred vifte af betegnelser for de samme præstationsmål, og samtidig omfatter justeringer med samme

betegnelse sjældent de samme indtægter og omkostninger. Endvidere finder vi, at verificerbarheden og forståeligheden af en væsentlig andel af de justerede præstationsmål er lav, da selskaberne i utilstrækkelig grad oplyser om beregningsmetode og rationalet bag rapporteringen af præstationsmålene.

Vi finder, at den manglende pålidelighed i rapporteringen bevirker, at private regnskabsbrugere har svært ved at forstå de justeringer som selskaberne foretager. Samtidig træffer private regnskabsbrugere investeringsbeslutninger på et mindre oplyst grundlag end professionelle regnskabsbrugere, da de ikke i samme omfang har adgang til selskabernes ledelse. De private regnskabsbrugere er således i højere grad afhængige og påvirket af ledelsesberetningens ubalancerede (ensidigt positive) redegørelse.

Vi finder, at den manglende transparens er skyld i private regnskabsbrugeres fejlvurderinger og fejlinvesteringer, især på grund af deres anvendelse af simple værdiansættelsesmodeller baseret på mange antagelser. Modsætningsvist har rapporteringen af alternative præstationsmål i mindre grad konsekvenser for de professionelle regnskabsbrugere, da de ikke i samme omfang påvirkes af rapporteringen af (forbedrede) alternative præstationsmål samt anvender mere sofistikerede værdiansættelsesmodeller typisk baseret på tilbagediskonterede pengestrømme.

Slutteligt er konklusionen, at efterlevelse af ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures vil have en positiv indvirkning på kvaliteten af C25-selskabernes rapportering af justerede præstationsmål i ledelsesberetningen og de identificerede konsekvenser for regnskabsbrugere ved rapportering af alternative præstationsmål.

Kapitel 11 – Fremtidige anvendelse af alternative præstationsmål uden yderligere regulering

Det forventes, at rapporteringen af alternative præstationsmål vil være fortsat tiltagende i fremtiden. Det er i relation hertil forfatterens bekymring, at selskaberne vil rapportere alternative præstationsmål med det formål at opnå en højere værdiansættelse. Som konsekvens heraf vil selskaber, der rapporterer mange alternative præstationsmål, få en højere værdiansættelse end selskaber, der rapporterer få eller ingen alternative præstationsmål (Andersson & Hellman, 2007; Frederickson & Miller, 2004). Det er vores bekymring at dette vil skabe en dominoeffekt i anvendelsen af alternative præstationsmål, hvor selskaberne er nødt til at skildre deres finansielle præstation på alternativ vis for at opnå størst mulig nytte (værdiansættelse), alt sammen på bekostning af en afbalanceret rapportering.

Vi anser det for plausibelt, at rapportering af alternative præstationsmål i fremtiden vil befinde sig på et stadie, hvor selskaberne ser sig nødsaget til at rapportere disse i et omfang, hvor det ikke længere er den troværdige repræsentation af selskabets finansielle præstation, der er i fokus. Det er således i særdeleshed vigtigt, at de alternative præstationsmål opfylder kvalitetskravene, da de ellers blot forværrer de allerede eksisterende negative følger, disse foranlediger.

Afhandlingen indikerer, at der er et behov for, at ledelsen, kapitalejere og revisorer og ultimativt Erhvervsstyrelsen i endnu højere grad er opmærksomme på de konsekvenser, anvendelsen af alternative præstationsmål medfører for især de private regnskabsbrugere. Dette indebærer, at ledelsen skal sikre sig, at anvendelsen af alternative præstationsmål er afbalanceret og medvirker til ledelsesberetningens retvisende redegørelse af selskabets finansielle præstation. Vi ser i relation hertil lighed med anden forskning på (Black, Black, Christensen, & Gee, 2015), at det kan være problematisk, hvis aflønningen af ledelsesmedlemmer er bundet op på justerede præstationsmål, da de derved ikke ubetinget har interesse i at præsentere alternative præstationsmål på en afbalanceret måde. Vi ser desuden en udfordring i, at ønsket om en så høj værdiansættelse som muligt gør kapitalejerne mindre kritiske over for kvaliteten af de alternative præstationsmål, der rapporteres.

Når reguleringen eller mangel på samme ikke udstikker klare retningslinjer for anvendelsen af alternative præstationsmål, er det endvidere vanskeligt for revisorer og Regnskabskontrollen som yderste instans at gøre mere end at opfordre til, at rapporteringen af alternative præstationsmål skal ske på en sådan måde, at de medvirker til en afbalanceret og retvisende redegørelse af selskabets økonomiske præstation.

Litteraturliste

- Accountancy Europe. (2017). *Follow-Up Paper - The Future of Corporate Reporting - creating the dynamics for change*. Accountancy Europe.
- AcSB. (2018). *Framework for Reporting Performance Measures - Voluntary Guidance to Enhance the Relevance of Financial Reporting*. The Accounting Standards Board.
- AcSB. (2018). *Framework for Reporting Performance Measures - Voluntary guidance to enhance the relevance of financial reporting*.
- Allee, K., Bhattacharya, N., Black, E., & Christensen, T. (2007). Pro forma disclosure and investor sophistication: External validation of experimental evidence using archival data. *Accounting, Organizations and Society*, 201-222.
- Andersen, I. (2013). *Den skindbarlige virkelighed - vidensproduktion i samfundsvidenskaberne*.
- Andersson, P., & Hellman, N. (2007). Does Pro Forma Reporting Bias Analyst Forecasts? *European Accounting Review*, 16:2, 277-298.
- BDO. (2016). *ESMA GUIDELINES ON ALTERNATIVE PERFORMANCE MEASURES*.
- Beck, L. (28.. Februar 2019). Taltrylleri eller god regnskabsføring? Sådan leger børsselskaber med reglerne. *Finans*.
- Beck, L. (28.. Februar 2019). Taltrylleri eller god regnskabsføring? Sådan leger børsselskaber med reglerne. *Finans*.
- Beest, F. v., Braam, G., & Boelens, S. (2009). Quality of Financial Reporting: Measuring Qualitative Characteristics .
- Beyer, A. C., Lys, T., & Walther, B. (2010). The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, 296-343.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Mergenthaler, R. D. (2004). Empirical Evidence on Recent Trends in Pro Forma Reporting. *Accounting Horizons*.
- Bhattacharya, N., Black, E. L., Christensen, T. E., & Mergenthaler, R. D. (2007). Who Trades on Pro Forma Earnings Information? *The Accounting Review*.
- Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T., & Larson, C. (2003). Assessing the relative informativeness and permanence of pro forma earnings and GAAP operating earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 36, 285-319.
- Black, D. E., Black, E., Christensen, T. E., & Gee, K. H. (2015). *CEO Compensation Incentives and Non-GAAP Earnings Disclosures*.

- Black, E., Christensen, T., Joo, T., & Schardebeck, R. (2017). The Relation Between Earnings Management and Non-GAAP Reporting. *Contemporary Accounting Research*, 750-782.
- Bloomfield, R. J. (2002). The "Incomplete Revelation Hypothesis" and Financial Reporting. *Accounting Horizons*, 233-243.
- Bradshaw, M. T., & Sloan, R. G. (2002). GAAP versus The Street: An Emperical Assesment of Two Alternative Definitions of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 41-66.
- Brouwer, A. (2011). *Strategic use of performance measures in the European Union*. Amsterdam Business School.
- Brouwer, A. J. (2013). *'Profit, performance, perception': a research into the use of alternative performance measures in the Europe Union*. University of Amsterdam.
- Bryant, C. (18. Februar 2019). At last, a British Auditor Actually Does Its Job. *Bloomberg*.
- Business Insider. (2019). Hentet fra <https://markets.businessinsider.com/commodities/aluminum-price>
- CFA. (2019). *Financial Reporting Quality*. CFA Institute.
- Chatterjee, B., Tooley, S., Fatseas, V., & Brown, A. (2011). An Analysis of the Qualitative Characteristics of Management Commentary Reporting by New Zealand Companies. *Business and Finance Journal*, 43-64.
- Deloitte. (1. Maj 2019). Hentet fra <https://www2.deloitte.com/dk/da/pages/audit/articles/fokusomraader-for-regnskabskontrollen-2019.html#>
- Derby, M. S. (3. September 2001). Investors getting more data, but is it the right data? *Dow Jones Newswire*.
- Doyle, J. T., Lundholm, R. J., & Soliman, M. T. (2003). The Predictive Value of Expense Expense Excluded From Pro Forma Earnings. *Review of Accounting Studies*.
- Dreman, D. (1. Oktober 2001). Fantasy earnings. *Forbes*.
- Elling, J. (2017). *Finansiel rapportering - teori og regulering, 4. udgave*.
- Elliott, W. B. (2006). Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements? *The Accounting Review*, 81, 113-133.
- Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. (2005). *Vejledning til Erhvervs- og Selskabsstyrelsens bekendtgørelse nr. 1329 af 14. december 2004 - Bekendtgørelsen om anvendelse af internationale regnskabsstandarde for virksomheder omfattet af Årsregnskabsloven (IFRS-bekendtgørelsen)*.
- ESMA. (2014). *Consultation Paper*.

- ESMA. (2015). *ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures*.
- ESMA. (2017). *Guidelines compliance table*.
- ESMA. (2017). *Questions and answers*.
- Finansforeningen. (2015). *Anbefalinger & Nøgletal 2015*.
- FinansWatch. (5. Februar 2018). Nets: Afnoteres på fondsbørsen 12. februar. *FinansWatch*.
- FRC. (2017). *Corporate Reporting Thematic Review - Alternative Performance Measures (APMs)*. Financial Reporting Council.
- Frederickson, J. R., & Miller, J. S. (2004). The Effects of Pro Forma Earnings Disclosures on Analysts' and Nonprofessional Investors' Equity Valuation Judgments. *The Accounting Review*, Vol. 79, 667-686.
- Friis, L. (7. Maj 2018). TDC bliver tvangsindsløst 5. juni. *Berlingske*. Hentet fra <https://www.berlingske.dk/virksomheder/tdc-bliver-tvangsindloest-5-juni>
- Granholm-Leth, N. (8. Marts 2019). Interview 1. (S. W. Stenshøj, & C. G. Munk, Interviewere)
- Grant, J., & Parker, L. (2001). *EBITDA. Research in Accounting Regulation* 15.
- Grossmann, B. (2007). Die Pro-forma-Berichterstattung in Deutschland: eine empirische Untersuchung zum Informationsgehalt und zur Bewertungsrelevanz von Pro-forma Ergebnissen.
- Guillamon-Saorin, E., Isidro, H., & Marques, A. (2017). Impression Management and Non-GAAP Disclosure in Earnings Announcements.
- Heldberg, G. (2011). *Grøftegravning i metodisk perspektiv, 1. udgave*.
- Hirshleifer, D., & Theo, S. H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting & Economics*, Volume 36, 337-386.
- Hitz, J.-M. (2010). Press Release Disclosure of 'Pro Forma' Earnings Metrics by Large German Corporations - Empirical Evidence and Regulatory Recommendations.
- Hoogervorst, H. (2016). Performance reporting and the pitfalls non-GAAP metrics. *The Annual Conference of the European Accounting Association*. Maastricht: IASB.
- IASB. (2010). *Conceptual Framework*.
- IASPlus. (30. 4 2019). Hentet fra <https://www.iasplus.com/en/news/2018/10/definition-of-material>
- IFRS. (Oktober. 31 2018). Hentet fra <https://www.ifrs.org/news-and-events/2018/10/iasb-clarifies-its-definition-of-material/>

- Institut for Regnskab*. (28. April 2019). Hentet fra Copenhagen Business School:
<https://www.cbs.dk/forskning/institutter-centre/institut-regnskab>
- Investopedia. (11. Maj 2019). Hentet fra
<https://www.investopedia.com/terms/g/growthrates.asp>
- IOSCO. (2016). *Statement on NON-GAAP Financial Measures*. Hentet fra
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD532.pdf>
- Isidro, H., & Marques, A. (2014). The Role of Institutional and Economic Factors in the Strategic Use of Non-GAAP Disclosures to Beat Earnings Benchmarks. *European Accounting Review*, 95-128.
- Jessen, M. C. (8. Marts 2019). Interview 2. (S. W. Stenshøj, Interviewer)
- Jonas, G., & Blanchet, J. (2000). Assessing Quality of Financial Reporting. *Accounting Horizons*.
- Kieso, Weygandt, & Warfield. (2014). *Intermediate Accounting*.
- KPMG. (17. Januar 2018). *Insights: Alternative performance measures: a recurring debate*. Hentet fra KPMG hjemmeside :
<https://home.kpmg/uk/en/home/insights/2018/01/alternative-performance-measures-a-recurring-debate.html>
- Kristensen, C. J. (2019). *Metoder - I samfundsvidenskaberne, 2. udgave*.
- Lougee, B. A., & Marquardt, C. A. (2004). Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings. *The Accounting Review*, 769-795.
- Magli, F., Nobolo, A., & Ogliari, M. (2017). *Alternative Performance Measures and ESMA Guidelines: Improving Stakeholders' Communication*.
- Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (2002). *The Financial Numbers Game - Detecting Creative Accounting Practices*.
- Narayanan, V. K., Pinches, G. E., Kelm, K. M., & Lander, D. M. (2000). The influence of Voluntarily Disclosed Qualitative Information. *Strategic Management Journal, Volume 21*, 707-722.
- Nasdaq. (2019). *Nasdaq*. Hentet fra <https://www.nasdaq.com/markets/copper.aspx>
- Nordnet. (11. Maj 2019). Hentet fra <https://www.nordnet.dk/kampagner/c25.html>
- Ophelia Invest. (12. April 2019). Hentet fra <https://www.opheliainvest.dk/pages/hvad-er-borspsykologi>
- Plenborg, T. (2008). Nøgletal i danske ikke-finansielle virksomheders årsrapporter. *Revision & Regnskab*.
- PwC. (2018). *Lønundersøgelsen 2019*. PwC.

PwC UK. (2016). *Alternative Performance Measures - better described as 'profits before unfortunate debits'?*

PwC, & CBS. (2017). *Værdien af årsrapporten II*. PwC.

Smetanka, R. (2012). GAAP or Non-GAAP? . *Black and White Photograph* 28, 13-14.

Steffensen, H., Fedders, J., Lassen, & Tang, K. (2017). *Årsrapporten efter internationale regnskabsstandarder - fra dansk praksis til IFRS*.

Steffensen, H., Skødt, L., Nilsen, J.-C., & Fedders, J. (2016). *Årsrapporten - Kommentarer til Årsregnskabsloven*, 7. udg.

Verrecchia, R., Ng, J., & Weber, J. (2009). *Firm Performance Measures and Adverse Selection*.

Young, S. (2014). The Drivers, Consequences and Policy Implications of Non-GAAP Earnings. *Accounting and Business Research*, 444-465.

Bilag - indholdsfortegnelse

Bilag 1 – Onlinespørgeskema ('Børsnoterede selskabers rapportering af hoved- og nøgletal i ledelsesberetningen)	124
Bilag 2 – Onlinespørgeskema (private regnskabsbrugere).....	126
Bilag 3 – Onlinespørgeskema (professionelle regnskabsbrugere)	129
Bilag 4 – Interviewguide	132
Bilag 5 – Interview med Niels Granholm-Leth, Carnegie Investment Bank	133
Bilag 6 – Interview med Mark Christoffer Jessen, ATP	140
Bilag 7 – C25-selskabernes score på de fem analyseparametre.....	149
Bilag 8 – De engelske selskabers score på de fem analyseparametre.....	149
Bilag 9 – Score af de engelske selskabers rapporteringskvalitet i 2013 og 2017	149
Bilag 10 – Forudsætninger for vurdering af forskellen i rapporteringskvaliteten i engelske selskaber fra 2013 til 2017.....	150
Bilag 11 – Omfattede C25-selskaber.....	151
Bilag 12 – Omfattede engelske selskaber	151

Bilag 1 – Onlinespørgeskema ('Børsnoterede selskabers rapportering af hoved- og nøgletal i ledelsesberetningen)

Q1. Vælg det udsagn, der passer bedst på dig.		
Answer Choices	Responses	
Jeg læser/anvender primært børsnoterede selskabers årsrapporter som en del af mit job (professionel regnskabsbruger).	12,50%	4
Jeg læser/anvender primært børsnoterede selskabers årsrapporter i min fritid (privat regnskabsbruger)	78,13%	25
Jeg læser/anvender ikke børsnoterede selskabers årsrapporter. (Dig, der aldrig har læst i en årsrapport)	9,38%	3
Uddyb gerne dit svar.		5
Answered		32
Skipped		0

Q2. I hvor høj grad lægger du vægt på ledelsesberetningen, når du læser årsrapporter? (fx afsnit som: 'Management review', 'Hoved- og nøgletalsoversigten', 'Financial review/Financial performance' samt 'Guidance/outlook')?		
Answer Choices	Responses	
Meget højt	25,00%	8
Højt	40,63%	13
Ved ikke	6,25%	2
Lidt	28,13%	9
Meget lidt	0,00%	0
Answered		32
Skipped		0

Q3. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Det er svært at identificere, hvad selskaberne justerer for, når de rapporterer justerede hoved- og nøgletal i ledelsesberetningen?" (Fx hvad 'Special items' dækker over, når et selskab rapporterer 'EBIT before special items')		
Answer Choices	Responses	
Meget enig	40,63%	13
Enig	34,38%	11
Hverken enig eller uenig	12,50%	4
Uenig	6,25%	2
Meget uenig	3,13%	1
Ved ikke	3,13%	1
Uddyb gerne dit svar.		4
Answered		32
Skipped		0

Q4. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Det er svært at afstemme det justerede hoved-/nøgletal til det nærmeste ikke-justerede hoved-/nøgletal? (fx at identificere den beløbsmæssige forskel mellem 'EBIT before special items' og 'EBIT'.		
Answer Choices	Responses	
Meget enig	12,50%	4
Enig	59,38%	19
Hverken enig eller uenig	3,13%	1
Uenig	15,63%	5
Meget uenig	3,13%	1
Ved ikke	6,25%	2
Uddyb gerne dit svar.		1
Answered		32
Skipped		0

Q5. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Justerede hoved- og nøgletal er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede hoved- eller nøgletal." (Fx 'EBIT before special items' kontra 'EBIT', 'Underlying profit' kontra 'Net profit', 'Free cash flow before acquisitions' kontra 'Free cash flow')		
Answer Choices	Responses	
Meget enig	12,50%	4
Enig	18,75%	6
Hverken enig eller uenig	34,38%	11
Uenig	12,50%	4
Meget uenig	15,63%	5
Ved ikke	6,25%	2
Uddyb gerne dit svar.		4
Answered		32
Skipped		0

Q6. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Hoved- og nøgletal eksklusiv ophørende aktiviteter giver et mere retvisende billede af selskabets drift end inkl. ophørende aktiviteter".		
Answer Choices	Responses	
Meget enig	9,38%	3
Enig	68,75%	22
Hverken enig eller uenig	12,50%	4
Uenig	3,13%	1
Meget uenig	6,25%	2
Ved ikke	0,00%	0
Uddyb gerne dit svar.		3
Answered		32
Skipped		0

Q7. Hvor højt vægter du følgende hovedtal, når du læser et selskabs ledelsesberetning?

	Meget højt		Højt		Hverken højt eller lavt		Lavt		Meget lavt		Total	Weighted Average
Revenue (Omsætning)	50,00%	16	34,38%	11	6,25%	2	9,38%	3	0,00%	0	32	4,25
Gross profit (Bruttoresultat)	28,13%	9	34,38%	11	21,88%	7	15,63%	5	0,00%	0	32	3,75
EBITDA	21,88%	7	40,63%	13	31,25%	10	6,25%	2	0,00%	0	32	3,78
EBITA	6,25%	2	28,13%	9	43,75%	14	21,88%	7	0,00%	0	32	3,19
EBIT (Driftsresultat)	40,63%	13	34,38%	11	15,63%	5	9,38%	3	0,00%	0	32	4,06
Profit before tax (Resultat før skat)	25,00%	8	34,38%	11	31,25%	10	6,25%	2	3,13%	1	32	3,72
Net profit (Resultat efter skat)	34,38%	11	50,00%	16	9,38%	3	3,13%	1	3,13%	1	32	4,09
Free cash flow (Frie pengestrømme)	40,63%	13	46,88%	15	9,38%	3	3,13%	1	0,00%	0	32	4,25
Cash flow from operating activities (Pengestrømme fra driftsaktiviteter)	21,88%	7	46,88%	15	12,50%	4	18,75%	6	0,00%	0	32	3,72
Cash flow from investing activities (Pengestrømme fra investeringsaktiviteter)	9,38%	3	31,25%	10	34,38%	11	25,00%	8	0,00%	0	32	3,25
Cash flow from financing activities (Pengestrømme fra finansieringssaktiviteter)	18,75%	6	15,63%	5	25,00%	8	37,50%	12	3,13%	1	32	3,09
Investments (Investeringer)	12,50%	4	50,00%	16	21,88%	7	12,50%	4	3,13%	1	32	3,56
Angiv andre hovedtal du vægter højt eller meget højt.											4	
											Answered	32
											Skipped	0

Q8. Hvor højt vægter du følgende hovedgrupper af nøgletal, når du læser et selskabs ledelsesberetning?

	Meget højt		Højt		Hverken højt eller lavt		Lavt		Meget lavt		Total	Weighted Average
Marginer (Fx brutto-, EBITDA-, EBIT-, Nettomargin)	34,38%	11	46,88%	15	12,50%	4	3,13%	1	3,13%	1	32	4,06
Multipler (Fx P/E, P/BV, P/NAV, P/CF, EV/Sales)	15,63%	5	37,50%	12	25,00%	8	18,75%	6	3,13%	1	32	3,44
Afkastningsrelaterede nøgletal (FX ROIC, afkastningsgrad, ROE, ROCE)	34,38%	11	46,88%	15	12,50%	4	6,25%	2	0,00%	0	32	4,09
Omsætningshastigheder (Fx aktivernes omsætningshastighed)	9,38%	3	37,50%	12	34,38%	11	15,63%	5	3,13%	1	32	3,34
Vækstnøgletal (Fx organisk vækst, omsætnings-, EBITDA-, EBIT-vækst)	34,38%	11	46,88%	15	15,63%	5	3,13%	1	0,00%	0	32	4,13
Risikonøgletal (Finansiell gearing, NIBD/EBITDA, Equity ratio)	21,88%	7	15,63%	5	40,63%	13	15,63%	5	6,25%	2	32	3,31
Investeringsnøgletal (Fx EPS, payout ratio, aktiekurs, cash flow pr. aktie)	25,00%	8	43,75%	14	18,75%	6	9,38%	3	3,13%	1	32	3,78
Andre nøgletal (Fx CSR-nøgletal, branchespecifikke nøgletal)	6,25%	2	15,63%	5	31,25%	10	25,00%	8	21,88%	7	32	2,59
Angiv andre nøgletal du vægter højt eller meget højt.											2	
											Answered	32
											Skipped	0

Q9. Hvilket resultatmål vægter du højest?

Answer Choices	Responses	
Net profit (Resultat efter skat)	28,13%	9
Profit before tax (Resultat før skat)	15,63%	5
EBIT (Driftsresultat)	6,25%	2
EBITA	0,00%	0
EBITDA	15,63%	5
Gross profit (Bruttoresultat)	3,13%	1
Omsætning	12,50%	4
Free cash flow (Frie pengestrømme)	9,38%	3
Net debt/EBITDA	0,00%	0
Effektiv skattesats	0,00%	0
ROCE	0,00%	0
ROIC	3,13%	1
Cash to earnings ratio	3,13%	1
Investments (Investeringer)	0,00%	0
CAPEX	0,00%	0
Cash conversion ratio	0,00%	0
Cash position	0,00%	0
Andet (angiv venligst)	3,13%	1
		Answered 32
		Skipped 0

Q10. Hvilket vækst mål vægter du højest?

Answer Choices	Responses	
Revenue growth (Omsætningsvækst)	15,63%	5
Organic revenue growth (Organisk omsætningsvækst)	18,75%	6
EBITDA growth (Vækst i driftsresultat før af- og nedskrivninger)	15,63%	5
EBIT growth (Vækst i driftsresultat)	15,63%	5
Organic EBIT growth (Organisk vækst i driftsresultat)	12,50%	4
Net profit growth (Vækst i resultat efter skat)	18,75%	6
Andet (angiv venligst)	3,13%	1
		Answered 32
		Skipped 0

Bilag 2 – Onlinespørgeskema (private regnskabsbrugere)

Q1. Vælg det udsagn, der passer bedst på dig.

Answer Choices	Responses	
Jeg læser/anvender primært børsnoterede selskabers årsrapporter som en del af mit job (professionel regnskabsbruger).	0,00%	0
Jeg læser/anvender primært børsnoterede selskabers årsrapporter i min fritid (privat regnskabsbruger)	100,00%	25
Jeg læser/anvender ikke børsnoterede selskabers årsrapporter. (Dig, der aldrig har læst i en årsrapport)	0,00%	0
Uddyb gerne dit svar.		5
Answered		25
Skipped		0

Q2. I hvor høj grad lægger du vægt på ledelsesberetningen, når du læser årsrapporter? (fx afsnit som; 'Management review', 'Hoved- og nøgletalsoversigten', 'Financial review/Financial performance' samt 'Guidance/outlook')?

Answer Choices	Responses	
Meget højt	28,00%	7
Højt	40,00%	10
Ved ikke	8,00%	2
Lidt	24,00%	6
Meget lidt	0,00%	0
Answered		25
Skipped		0

Q3. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Det er svært at identificere, hvad selskaberne justerer for, når de rapporterer justerede hoved- og nøgletal i ledelsesberetningen?" (Fx hvad 'Special items' dækker over, når et selskab rapporterer 'EBIT before special items')

Answer Choices	Responses	
Meget enig	44,00%	11
Enig	32,00%	8
Hverken enig eller uenig	12,00%	3
Uenig	4,00%	1
Meget uenig	4,00%	1
Ved ikke	4,00%	1
Uddyb gerne dit svar.		4
Answered		25
Skipped		0

Q4. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Det er svært at afstemme det justerede hoved-/nøgletal til det nærmeste ikke-justerede hoved-/nøgletal? (fx at identificere den beløbsmæssige forskel mellem 'EBIT before special items' og 'EBIT'.

Answer Choices	Responses	
Meget enig	16,00%	4
Enig	60,00%	15
Hverken enig eller uenig	4,00%	1
Uenig	8,00%	2
Meget uenig	4,00%	1
Ved ikke	8,00%	2
Uddyb gerne dit svar.		1
Answered		25
Skipped		0

Q5. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn: "Justerede hoved- og nøgletal er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede hoved- eller nøgletal." (Fx 'EBIT before special items' kontra 'EBIT', 'Underlying profit' kontra 'Net profit', 'Free cash flow before acquisitions' kontra 'Free cash flow')

Answer Choices	Responses	
Meget enig	16,00%	4
Enig	12,00%	3
Hverken enig eller uenig	44,00%	11
Uenig	8,00%	2
Meget uenig	16,00%	4
Ved ikke	4,00%	1
Uddyb gerne dit svar.		4
Answered		25
Skipped		0

Q6. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Hoved- og nøgletal eksklusiv ophørende aktiviteter giver et mere retvisende billede af selskabets drift end inkl. ophørende aktiviteter".

Answer Choices	Responses	
Meget enig	8,00%	2
Enig	64,00%	16
Hverken enig eller uenig	16,00%	4
Uenig	4,00%	1
Meget uenig	8,00%	2
Ved ikke	0,00%	0
Uddyb gerne dit svar.		3
Answered		25
Skipped		0

Q7. Hvor højt vægter du følgende hovedtal, når du læser et selskabs ledelsesberetning?

	Meget højt		Højt		Hverken højt eller lavt		Lavt		Meget lavt		Total	Weighted Average
Revenue (Omsætning)	52,00%	13	36,00%	9	4,00%	1	8,00%	2	0,00%	0	25	4,32
Gross profit (Bruttoresultat)	36,00%	9	32,00%	8	28,00%	7	4,00%	1	0,00%	0	25	4
EBITDA	24,00%	6	40,00%	10	32,00%	8	4,00%	1	0,00%	0	25	3,84
EBITA	8,00%	2	28,00%	7	48,00%	12	16,00%	4	0,00%	0	25	3,28
EBIT (Driftsresultat)	36,00%	9	36,00%	9	20,00%	5	8,00%	2	0,00%	0	25	4
Profit before tax (Resultat før skat)	24,00%	6	36,00%	9	32,00%	8	4,00%	1	4,00%	1	25	3,72
Net profit (Resultat efter skat)	36,00%	9	60,00%	15	0,00%	0	4,00%	1	0,00%	0	25	4,28
Free cash flow (Frie pengestrømme)	44,00%	11	40,00%	10	12,00%	3	4,00%	1	0,00%	0	25	4,24
Cash flow from operating activities (Pengestrømme fra driftsaktiviteter)	24,00%	6	48,00%	12	8,00%	2	20,00%	5	0,00%	0	25	3,76
Cash flow from investing activities (Pengestrømme fra investeringsaktiviteter)	8,00%	2	40,00%	10	28,00%	7	24,00%	6	0,00%	0	25	3,32
Cash flow from financing activities (Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter)	20,00%	5	20,00%	5	24,00%	6	32,00%	8	4,00%	1	25	3,2
Investments (Investeringer)	16,00%	4	44,00%	11	28,00%	7	12,00%	3	0,00%	0	25	3,64
Angiv andre hovedtal du vægter højt eller meget højt.											3	
											Answered	25
											Skipped	0

Q8. Hvor højt vægter du følgende hovedgrupper af nøgletal, når du læser et selskabs ledelsesberetning?

	Meget højt		Højt		Hverken højt eller lavt		Lavt		Meget lavt		Total	Weighted Average
Marginer (Fx brutto-, EBITDA-, EBIT-, Nettomargin)	40,00%	10	36,00%	9	16,00%	4	4,00%	1	4,00%	1	25	4,04
Multipler (Fx P/E, P/BV, P/NAV, P/CF, EV/Sales)	20,00%	5	40,00%	10	28,00%	7	8,00%	2	4,00%	1	25	3,64
Afkastningsrelaterede nøgletal (FX ROIC, afkastningsgrad, ROE, ROCE)	40,00%	10	40,00%	10	16,00%	4	4,00%	1	0,00%	0	25	4,16
Omsætningshastigheder (Fx aktivernes omsætningshastighed)	12,00%	3	36,00%	9	36,00%	9	16,00%	4	0,00%	0	25	3,44
Vækstnøgletal (Fx organisk vækst, omsætnings-, EBITDA-, EBIT-vækst)	40,00%	10	44,00%	11	16,00%	4	0,00%	0	0,00%	0	25	4,24
Risikonøgletal (Finansiell gearing, NIBD/EBITDA, Equity ratio)	24,00%	6	20,00%	5	40,00%	10	12,00%	3	4,00%	1	25	3,48
Investeringsnøgletal (Fx EPS, payout ratio, aktiekurs, cash flow pr. aktie)	28,00%	7	44,00%	11	16,00%	4	12,00%	3	0,00%	0	25	3,88
Andre nøgletal (Fx CSR-nøgletal, branchespecifikke nøgletal)	4,00%	1	16,00%	4	36,00%	9	32,00%	8	12,00%	3	25	2,68
Angiv andre nøgletal du vægter højt eller meget højt.											2	
											Answered	25
											Skipped	0

Q9. Hvilket resultatmål vægter du højest?

Answer Choices	Responses	
Net profit (Resultat efter skat)	32,00%	8
Profit before tax (Resultat før skat)	12,00%	3
EBIT (Driftsresultat)	8,00%	2
EBITA	0,00%	0
EBITDA	12,00%	3
Gross profit (Bruttoresultat)	4,00%	1
Omsætning	16,00%	4
Free cash flow (Frie pengestrømme)	4,00%	1
Net debt/EBITDA	0,00%	0
Effektiv skattesats	0,00%	0
ROCE	0,00%	0
ROIC	4,00%	1
Cash to earnings ratio	4,00%	1
Investments (Investeringer)	0,00%	0
CAPEX	0,00%	0
Cash conversion ratio	0,00%	0
Cash position	0,00%	0
Andet (angiv venligst)	4,00%	1
		Answered 25
		Skipped 0

Q10. Hvilket vækst mål vægter du højest?

Answer Choices	Responses	
Revenue growth (Omsætningsvækst)	16,00%	4
Organic revenue growth (Organisk omsætningsvækst)	20,00%	5
EBITDA growth (Vækst i driftsresultat før af- og nedskrivninger)	16,00%	4
EBIT growth (Vækst i driftsresultat)	8,00%	2
Organic EBIT growth (Organisk vækst i driftsresultat)	12,00%	3
Net profit growth (Vækst i resultat efter skat)	24,00%	6
Andet (angiv venligst)	4,00%	1
		Answered 25
		Skipped 0

Bilag 3 – Onlinespørgeskema (professionelle regnskabsbrugere)

Q1. Vælg det udsagn, der passer bedst på dig.

Answer Choices	Responses	
Jeg læser/anvender primært børsnoterede selskabers årsrapporter som en del af mit job (professionel regnskabsbruger).	100,00%	4
Jeg læser/anvender primært børsnoterede selskabers årsrapporter i min fritid (privat regnskabsbruger)	0,00%	0
Jeg læser/anvender ikke børsnoterede selskabers årsrapporter. (Dig, der aldrig har læst i en årsrapport)	0,00%	0
Uddyb gerne dit svar.		0
	Answered	4
	Skipped	0

Q2. I hvor høj grad lægger du vægt på ledelsesberetningen, når du læser årsrapporter? (fx afsnit som; 'Management review', 'Hoved- og nøgletalsoversigten', 'Financial review/Financial performance' samt 'Guidance/outlook')?

Answer Choices	Responses	
Meget højt	25,00%	1
Højt	50,00%	2
Ved ikke	0,00%	0
Lidt	25,00%	1
Meget lidt	0,00%	0
	Answered	4
	Skipped	0

Q3. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Det er svært at identificere, hvad selskaberne justerer for, når de rapporterer justerede hoved- og nøgletal i ledelsesberetningen?" (Fx hvad 'Special items' dækker over, når et selskab rapporterer 'EBIT before special items')

Answer Choices	Responses	
Meget enig	25,00%	1
Enig	25,00%	1
Hverken enig eller uenig	25,00%	1
Uenig	25,00%	1
Meget uenig	0,00%	0
Ved ikke	0,00%	0
Uddyb gerne dit svar.		0
	Answered	4
	Skipped	0

Q4. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Det er svært at afstemme det justerede hoved-/nøgletal til det nærmeste ikke-justerede hoved/nøgletal? (fx at identificere den beløbsmæssige forskel mellem 'EBIT before special items' og 'EBIT'.

Answer Choices	Responses	
Meget enig	0,00%	0
Enig	25,00%	1
Hverken enig eller uenig	0,00%	0
Uenig	75,00%	3
Meget uenig	0,00%	0
Ved ikke	0,00%	0
Uddyb gerne dit svar.		0
Answered		4
Skipped		0

Q5. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn: "Justerede hoved- og nøgletal er mere retvisende end det tilsvarende ikke-justerede hoved- eller nøgletal." (Fx 'EBIT before special items' kontra 'EBIT', 'Underlying profit' kontra 'Net profit', 'Free cash flow before acquisitions' kontra 'Free cash flow')

Answer Choices	Responses	
Meget enig	0,00%	0
Enig	50,00%	2
Hverken enig eller uenig	0,00%	0
Uenig	25,00%	1
Meget uenig	25,00%	1
Ved ikke	0,00%	0
Uddyb gerne dit svar.		0
Answered		4
Skipped		0

Q6. I hvor høj grad er du enig i følgende udsagn; "Hoved- og nøgletal eksklusiv ophørende aktiviteter giver et mere retvisende billede af selskabets drift end inkl. ophørende aktiviteter".

Answer Choices	Responses	
Meget enig	25,00%	1
Enig	75,00%	3
Hverken enig eller uenig	0,00%	0
Uenig	0,00%	0
Meget uenig	0,00%	0
Ved ikke	0,00%	0
Uddyb gerne dit svar.		0
Answered		4
Skipped		0

Q7. Hvor højt vægter du følgende hovedtal, når du læser et selskabs ledelsesberetning?

	Meget højt		Højt		Hverken højt eller lavt		Lavt		Meget lavt		Total	Weighted Average
Revenue (Omsætning)	75,00%	3	0,00%	0	25,00%	1	0,00%	0	0,00%	0	4	4,5
Gross profit (Bruttoresultat)	0,00%	0	50,00%	2	0,00%	0	50,00%	2	0,00%	0	4	3
EBITDA	25,00%	1	50,00%	2	25,00%	1	0,00%	0	0,00%	0	4	4
EBITA	0,00%	0	25,00%	1	25,00%	1	50,00%	2	0,00%	0	4	2,75
EBIT (Driftsresultat)	50,00%	2	50,00%	2	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	4	4,5
Profit before tax (Resultat før skat)	25,00%	1	25,00%	1	25,00%	1	25,00%	1	0,00%	0	4	3,5
Net profit (Resultat efter skat)	25,00%	1	0,00%	0	50,00%	2	0,00%	0	25,00%	1	4	3
Free cash flow (Frie pengestrømme)	25,00%	1	75,00%	3	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	4	4,25
Cash flow from operating activities (Pengestrømme fra driftsaktiviteter)	0,00%	0	50,00%	2	25,00%	1	25,00%	1	0,00%	0	4	3,25
Cash flow from investing activities (Pengestrømme fra investeringsaktiviteter)	0,00%	0	0,00%	0	50,00%	2	50,00%	2	0,00%	0	4	2,5
Cash flow from financing activities (Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter)	0,00%	0	0,00%	0	25,00%	1	75,00%	3	0,00%	0	4	2,25
Investments (Investeringer)	0,00%	0	50,00%	2	0,00%	0	25,00%	1	25,00%	1	4	2,75
Angiv andre hovedtal du vægter højt eller meget højt.											1	
											Answered	4
											Skipped	0

Q8. Hvor højt vægter du følgende hovedgrupper af nøgletal, når du læser et selskabs ledelsesberetning?

	Meget højt		Højt		Hverken højt eller lavt		Lavt		Meget lavt		Total	Weighted Average
Marginer (Fx brutto-, EBITDA-, EBIT-, Nettomargin)	25,00%	1	75,00%	3	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	4	4,25
Multipler (Fx P/E, P/BV, P/NAV, P/CF, EV/Sales)	0,00%	0	25,00%	1	0,00%	0	75,00%	3	0,00%	0	4	2,5
Afkastningsrelaterede nøgletal (FX ROIC, afkastningsgrad, RO)	0,00%	0	75,00%	3	0,00%	0	25,00%	1	0,00%	0	4	3,5
Omsætningshastigheder (Fx aktivernes omsætningshastighed)	0,00%	0	0,00%	0	50,00%	2	25,00%	1	25,00%	1	4	2,25
Vækstnøgletal (Fx organisk vækst, omsætnings-, EBITDA-, EB)	25,00%	1	50,00%	2	25,00%	1	0,00%	0	0,00%	0	4	4
Risikonøgletal (Finansiel gearing, NIBD/EBITDA, Equity ratio)	0,00%	0	0,00%	0	50,00%	2	25,00%	1	25,00%	1	4	2,25
Investeringsnøgletal (Fx EPS, payout ratio, aktiekurs, cash flow)	25,00%	1	25,00%	1	25,00%	1	0,00%	0	25,00%	1	4	3,25
Andre nøgletal (Fx CSR-nøgletal, branchespecifikke nøgletal)	0,00%	0	0,00%	0	25,00%	1	0,00%	0	75,00%	3	4	1,5
Angiv andre nøgletal du vægter højt eller meget højt.											0	
											Answered	4
											Skipped	0

Q9. Hvilket resultatmål vægter du højest?

Answer Choices	Responses	
Net profit (Resultat efter skat)	25,00%	1
Profit before tax (Resultat før skat)	0,00%	0
EBIT (Driftsresultat)	0,00%	0
EBITA	0,00%	0
EBITDA	50,00%	2
Gross profit (Bruttoresultat)	0,00%	0
Omsætning	0,00%	0
Free cash flow (Frie pengestrømme)	25,00%	1
Net debt/EBITDA	0,00%	0
Effektiv skattesats	0,00%	0
ROCE	0,00%	0
ROIC	0,00%	0
Cash to earnings ratio	0,00%	0
Investments (Investeringer)	0,00%	0
CAPEX	0,00%	0
Cash conversion ratio	0,00%	0
Cash position	0,00%	0
Andet (angiv venligst)	0,00%	0
		Answered
		4
		Skipped
		0

Q10. Hvilket vækst mål vægter du højest?

Answer Choices	Responses	
Revenue growth (Omsætningsvækst)	25,00%	1
Organic revenue growth (Organisk omsætningsvækst)	0,00%	0
EBITDA growth (Vækst i driftsresultat før af- og nedskrivninge	25,00%	1
EBIT growth (Vækst i driftsresultat)	25,00%	1
Organic EBIT growth (Organisk vækst i driftsresultat)	25,00%	1
Net profit growth (Vækst i resultat efter skat)	0,00%	0
Andet (angiv venligst)	0,00%	0
		Answered
		4
		Skipped
		0

Bilag 4 – Interviewguide

Interviewguide

Vi indleder med at introducere til vores specialeemne, og forklarer hvad vi skal bruge deres viden/holdning til.

Spørgsmål:

- *Hvad lægger du vægt på, når du læser ledelsesberetningen (hoved- og nøgletal?)?*
- *Hvilke(t) resultat- og vækstsmål lægger du størst vægt på (er vigtigst)?*
- *Hvad er din holdning til justerede hoved- og nøgletal, hvilken værdi giver de dig?*
- *Er det din opfattelse, at selskaberne er neutrale og konsistente i de justeringer de foretager sig?*
- *Hvilke konsekvenser i relation til dit arbejde har det, at selskaberne rapporterer de(t) hoved- og nøgletal, der ser bedst ud? Foretager i et yderligere justeringer når i ser et nøgletal der er justeret – eller kan i ofte blot anvende det rapporterede tal?*
- *Forekommer det, at du har svært ved at gennemskue hvad hvordan et hoved eller nøgletal er fremkommet eller opgjort? (tror du det er fordi du har særlige forudsætninger qua dit job eller vil du mene oplysningerne er klare og forståelige?)*
- *Hvordan kan det være at mange selskaber justerer deres hoved- og nøgletal?*
- *Har du overblik over hvilke konsekvenser det vil have for dit arbejde//vil det have en effekt på værdiansættelserne som du ser det?*
- *Et af kravene i guidelines er jo, at man ikke må fremhæve non-GAAP hoved- og nøgletal i højere grad end det nærmest GAAP hoved- og nøgletal. Hvordan er din opfattelse af i hvor høj grad det er tilfældet i de ledelsesberetninger du ser?*
- *Hvad mener du, er den største udfordring ved selskabers rapportering af justerede hoved- og nøgletal?*

Bilag 5 – Interview med Niels Granholm-Leth, Carnegie Investment Bank

Informant: Niels Granholm-Leth, Head of Equity Research, Carnegie Investment Bank

Dato: 8. Februar 2019

Interviewform: Telefoninterview

Varighed: ca. 30 min.

Sort = interviewer

Rød = informant

Hvis vi lige skal komme med en kort introduktion til, hvad vi har gang i.

Ja.

Som jeg skrev i mailen, så undersøger vi, hvilke hoved- og nøgletal børsnoterede selskaber rapporterer i deres ledelsesberetning. I den forbindelse har vi indsamlet noget data, og vi kan se, at der er ret mange, der justerer deres nøgletal og hovedtal. Det er nok det vi primært fokuserer på. Jeg kunne se, at du har udtalt dig til Finans i en artikel angående netop dét. Det er nok noget i den stil, vi gerne vil høre din mening til. Vi har nogle spørgsmål, som vi gerne vil igennem, men jeg synes vi skal lade snakken løbe, og så må vi lige hakke af i vores spørgsmål for at se, om vi kommer igennem det hele.

Hvis det er okay med dig?

Jamen det er helt fint.

Ja, vi vil egentlig bare lægge ud.

Det første spørgsmål, vi har, er helt generelt, hvad du lægger vægt på, når du læser ledelsesberetning i forhold det arbejde, du nu engang har som aktieanalytiker. Hvis du kan sige noget omkring det?

Jeg kan sige, at jeg har været analytiker i 23 år nu, og jeg er også formand for finansforeningens regnskabsudvalg. Jeg sidder desuden i forskellige kommitterer rundt omkring bl.a. PwC's dommerkomité for den årlige regnskabspris, som uddeles årligt i juni måned, og Dansk Erhvervs dommerkomité på den årlige CSR-pris. I de år, jeg har været analytiker, så synes jeg, der er sket et skred i den måde man designer de her ledelsesberetninger. Det, jeg lægger vægt på, er, at ledelsesberetningen giver et retvisende og afbalanceret billede af virksomhedens økonomiske udvikling i det forgangne år. Så altså med streg under retvisende og afbalanceret.

Når du nu siger retvisende og afbalanceret, mener du så, at selskaberne er neutrale og konsistente i de justeringer de foretager på deres hoved- og nøgletal?

Nej, det er de ikke. Det er de absolut ikke. Altså I kender til diskussion om APM'er – altså alternative performance measures.

Ja.

Og der er jo lavet undersøgelser, som jo nærmest entydigt peger i retningen af, at justeringerne næsten kun bliver lavet i positiv retning.

Ja, det er også dét, vi er kommet frem til indtil videre i vores undersøgelse – det er så primært C25-virksomheder, vi har undersøgt, men det er næsten kun det vi kan læse os frem til.

Bruger du så de justerede nøgletal, de oplyser? Fx hvis de rapporterer 'EBIT before special items', eller hvordan gør du i dit arbejde?

De enkelte banker har jo deres egen børsrådgiverafdeling eller aktieanalyseafdelinger. De enkelte afdelinger har jo nærmest deres eget kodeks, havde jeg nær sagt, for hvad de justerer for, og hvordan de justerer for det. Så derfor er der ikke helt sammenhørighed mellem, hvordan Carnegie gør, hvordan danske bank gør og hvordan Nordea gør det, osv. Det er sådan lidt forskelligt fra bank til bank, og det er et af de emner, der bliver diskuteret igen og igen, når vi har forskellige møder – fx i finansanalytikerforeningen – det er, hvorvidt man skulle udstikke nogle retningslinjer for, hvordan vi skal justere nøgletal på tværs af bankerne, og det kan vi ikke rigtig blive enige om. Det er også lidt et IT spørgsmål, fordi en ting er at instruere og lære de enkelte analytikere, hvad man justerer for, og hvordan man gør det. En anden ting er også at få det tilpasset i de enkelte bankers IT-systemer, det er der faktisk også en del arbejde med. Du vil også kunne se, at i de enkelte banker kan der være forskel på, hvordan man justerer i aktieanalyseafdelingen og i kreditanalyseafdelingen. Store banker som Nordea de har både aktieanalytikere, der sidder og læser de her regnskaber med henblik på aktieinvestorer og rådgivning af aktieinvestorer, og så har du nogle kreditanalyseafdelinger, der læser regnskaberne for så vidt angår, at kunne vurdere selskabernes kreditværdighed, når de skal låne penge. Og der kan også være forskel på, hvordan man gør det internt i bankerne. Men for at komme tilbage til hvad I spurgte om – Bruger vi de tal de justerer? Nej, vi har vores egen måde at gøre det på.

Okay, så I laver så at sige en yderligere justering af de justerede hoved- og nøgletal, som rapporteres i ledelsesberetningen og årsrapporten?

Ja, du kan sige, vi tager udgangspunkt i den officielt aflagte resultatopgørelse, og så laver vi de justeringer, som vi finder rigtige. De justeringer vi laver hos Carnegie, er ikke nødvendigvis de samme, som de laver hos Danske Bank.

Nej. I forhold til dit arbejde i finansanalytikerforeningen – er der så generelt en eller anden holdning til, at man skal forsøge at ensrette de justerede hoved- og nøgletal, så der er en standardmåde at opgøre dem på?

Ja, altså det kunne vi jo godt tænke os. Problemet er lidt, at det her med justeringer er blevet mere komplekst end det var i gamle dage. Da jeg startede som analytiker tilbage i 90'erne, havde man en linje, der hed ekstraordinære poster. Her tog man simpelthen alle de ekstraordinære

poster, som der måtte være i det forgangne år og lagde i den her linje. Man lærte, når man startede som aktieanalytiker, at man ekskluderede de her ekstraordinære poster og beregnede skatteeffekten osv. Det var simpelt. Men den linje har vi jo ikke længere, fordi ekstraordinære poster er lagt ind i de enkelte linjer. Der kan så være særlige tilfælde, hvor man har det, der hedder "Special items", som et selskab som Carlsberg i den grad misrøgter. Det er så en helt anden historie.

Ja, det er det.

Derfor er der rigtig mange forhold, man kan justere for. Du kan selvfølgelig have det, man reelt vil kalde ekstraordinære poster, som nedlukninger eller en patentretssag, som man taber og må afsætte nogle penge til. Sådan noget, som man kan sige, er reelt non-recurring – altså en engangspost. Der er også nogle, der godt kan lide at justere for sådan noget som share-based compensations, effekten af R&D capitalisation eller nettoeffekten af R&D capitalisation. Så kan der være sådan noget som i Novozymes-tilfældet med den her omsætning, de kalder referred revenue, som kommer ind i omsætningen. Og ja, der er række forskellige ting, og så er der nogle banker, der siger; "vi korrigerer for dén, dén og dén. Andre banker der siger; "vi korrigerer kun for dén og dén". Derfor bruger investorer – og som der også blev sagt i den artikel i Finans for nylig – mere og mere tid på at forstå, hvad de mener. Mængden af ting, du kan justere for i det officielle årsregnskab, bliver flere og flere, men aktieanalyserapporter fra mæglerne bliver ligeledes mere komplekse og forskellige. Forstået på den måde, at der er forskellige forhold, der justeres for. Og du kan jo sige, du kan også finde investorer der siger; "vi vil gerne have du justerer for a og b", og så er der andre investorer, der siger; "vi vil gerne have du justerer for a, b og c". På den måde bliver regnskaberne mere komplekse og er blevet mere komplekse efterhånden, som vi har fået flere IFRS-standarder på.

I relation til, at du siger, at årsrapporterne bliver mere komplekse, og det bliver mere udbredt at justere – der har I som analytikere måske lettere ved at gennemskue, hvad der bliver justeret for.

Ja.

Jeg synes selv, at det kan være lidt svært at gennemskue, hvad den enkelte justering egentlig er, og hvad de har justeret for, og hvorfor de har foretaget justeringen. Jeg tænker, at det kan have nogle konsekvenser for de private regnskabsbrugere.

Ja.

Fx Chr. Hansen justerer deres omsætningsvækst for et eller andet, det samme gør NKT, og Carlsberg har restructuring costs, der går igen hvert år, hvorfor det måske reelt set ikke er "special items" længere. Tror du, at det har nogle konsekvenser for den private regnskabsbruger?

Det har det i allerhøjeste grad, og det er en ting, som jeg har påpeget adskillige gange i forskellige sammenhænge, at kvartalsårsregnskaber er blevet meget skævvredet i sin information – forstået på den måde, at man kun fortæller om de ting, der gået rigtig i den forgangne periode. Man glemmer lidt at fortælle om de ting, som ikke er gået som man havde

forventet. De ting har det så med at komme frem på de efterfølgende analytikermøder eller investormøder med professionelle investorer, hvor CFO så må fortælle om det her. Det kan der faktisk godt være nogle ret uheldige situationer i, hvor kursen så reagerer på de informationer, der kommer frem på de lukkede analytiker- og investormøder. Det vil sige, at der er en mængde information, som ikke tilgår hele markedet, fordi at informationen i ledelsesberetningen er blevet så skævvredet. Den er ensidig positiv, kan man sige. Det vil sige, at der kommer mere og mere information frem på lukkede investor- og analytikermøder, som rent faktisk burde have fremgået af ledelsesberetningen, og som efterfølgende så viser sig, at have en kurseffekt. Den information har de private investorer ikke tilgang til.

Nu siger du, I som analytikere primært bruger resultat- og balanceposterne. Er der nogen gange hvor I sidder og skimmer eller læser ledelsesberetningen og identificere de her justerede hoved- og nøgletal, hvor I også har udfordringer med at finde ud af, hvad der er justeret for? Altså er det noget I inden for relativt kort tid kan identificere og afstemme eller er der nogen gange, hvor I bruger uforholdsmæssigt lang tid på at finde ud af, hvad der er foretaget?

Der vil jeg sige, vi finder relativt hurtigt ud af, og det skyldes jo, at vi har adgang til ledelsen. Det vil sige, at hvis selskab A rapporterer, og de har en EBIT i deres P&L på 100, men at de omtaler i ledelsesberetningen, at den justeret er 110. Jeg vil sige, at stort set alle vil sige, hvor de 10 kommer fra. Jeg synes, det er meget sjældent, at selskaberne ikke nævner det. Hvis det skulle være tilfældet, kan man sige, at det vi gør som analytikere, kort tid efter selskabet har rapporteret, er, at vi ringer til IR-afdelingen eller selskabets CFO, og så får vi forklaringen på de ting. Så hvis det er justeringer til P&L-tallene, så vil der typisk foreligge en forklaring på det meget hurtigt. Så kan der så være nogle justeringer til nøgletal, altså til ROE osv., som vi måske først opdager flere dage efter – men det har måske ikke store betydning, fordi vi har vores egen måde at beregne ROE på, så det har ikke den store betydning. Jeg kan komme med et konkret eksempel fra William Demant – for efterhånden 4-5 år siden. Der rapporterede de et årsregnskab, hvor de på EBIT linjen lige med nød og næppe når deres helårsguidance. Det er først én eller to dage senere på et investormøde, at det faktisk går op for nogle investorer, at selskabet har justeret for nogle earnouts – altså nogle earnouts som man alligevel ikke kom til at betale – så det generede positiv effekt henover P&L. De fleste ville køre det ind over finansposterne, men selskabet kørte det henover EBIT. Lige nøjagtigt det gjorde, at de nåede deres guidance og de derfor ikke skulle sende en profit warning ud. Pba heraf kom der så en negativ reaktion på kursen, og det var et par dage efter de rapporterede, da det kom frem. Og det var slet ikke omtalt i ledelsesberetningen.

Ja, det synes jeg er ret skidt for de private regnskabsbrugere.

Ja.

Nu var vi lige er inde på APM – ESMA guidelines on alternativ performance measure – de bliver inden for ikke alt for længe implementeret i dansk lovgivning. Har du noget overblik over hvilke konsekvenser, det vil have for dit arbejde? Vil det have en effekt på værdiansættelserne. Bliver det nemmere, at værdiansætte? Bliver værdiansættelserne anderledes? Og hvorledes vil det have en effekt, når de bliver implementeret?

Ja, man må gå ud fra, at der kommer et udkast her i løbet af april måned, formentlig allerede. Jeg får at vide, at det gerne skulle nå at komme igennem folketinget inden sommerferien.

Men, nej jeg tror ikke, det får nogen påvirkning på værdiansættelsen, fordi vi tror vel stadigvæk, at værdien af en aktie er nutidsværdien af alle fremtidige cash flows. Så det tror jeg ikke, men det har selvfølgelig en betydning på udformningen og kommentarerne i ledelsesberetningen. Dem, som har spurgt til det her – der er efterhånden en del organer både studerende og revisorer, der spørger ind til det her.

Kommentarerne omkring de alternative performance mål må aldrig stå først, det er i hvert fald min holdning til det. Man skal primært kommentere på de officielt aflagte regnskabstal – altså de tal, man kan genfinde i resultatopgørelsen. Sekundært kan man kommentere på APM'er. Det skulle meget gerne få den betydning, at vi undgår at få dobbelt P&L, balancer og cash flow. Kæden er jo hoppet helt af i USA, hvor man har en lang række selskaber, som rapporterer to P&L og to balancer – altså en GAAP og en non-GAAP. Prøv og tag et selskab som Plantronics, som laver headsets, og læs deres regnskab igennem. Det er et stort rod. Nogle gange guider de på GAAP mål og andre gange på non-GAAP mål, og det er temmelig svært at finde hoved og hale i. Det skal vi for alt i verden undgå. Der var også en tendens i den retning i England, og derfor implementerede England APM guidance konceptet for allerede ét eller to år siden. Så de engelske selskaber er blevet tvunget væk fra primærkommentering på APM'erne. Det har helt klart hjulpet i England.

Ja, for vi har egentlig haft fat i et par årsrapporter fra nogle engelske selskaber, hvor de faktisk mere eller mindre i starten af ledelsesberetningen har en eller anden opgørelse over alle de hoved- og nøgletal, de har med; hvilke der er non-GAAP og GAAP, hvilke der er yderligere justeret, og hvordan afstemningen laves, hvilket der også er et krav om i guidelines. Netop et af kravene er, at man ikke må fremhæve non-GAAP hoved- og nøgletal mere end det nærmeste GAAP-tal. Hvordan er din opfattelse af hvor i høj grad, det er tilfældet i de ledelsesberetninger, man ser i dag i Danmark?

De danske selskaber, de benytter sig ikke af dette. Der er også behov for, at der er nogle danske selskaber, der retter ind her, når vi får det implementeret i dansk lovgivning. Forhåbentlig.

Danske selskaber har slet ikke været så slemme til at benytte sig af APM'er, som man så det i England for to-tre år siden. Hvis du så på engelske børsnoterede selskaber, så var det vel to ud af tre, som primært rapporterede på deres APM'er. Der er vi ikke i Danmark. Overhovedet ikke. Du har nogle enkelte danske selskaber – hos Carlsberg har du issuet med at de bruger de her special items, hvor man kan diskutere, om de skal ligge der eller om de ikke skal ligge der. Så har du ISS, som også altid har en masse ekstraordinære poster, som også godt kan lide justerede tal. Så havde du et selskab som Nets, da de var på børsen. De nåede så ikke at være der særlig lang tid. De rapporterede også rigtig meget på justeret EBITDA. I det hele taget er brugen af APM'er i høj grad i Skandinavien et private equity fænomen. Du ser meget ofte, at private equity eget selskaber, som skal på børsen, benytter sig af APM'er. Det er fordi, at man gerne vil fremtvinge så høj en værdiansættelse som overhovedet muligt, at man så finder frem til en justeret EBITDA, justeret EBITA og justeret EBIT osv., i håb om at investorer og analytikere vil lægge multipler på de justerede tal, så de her fonde kan få så høj en værdiansættelse af deres aktiver, som muligt.

Jeg har lige et lidt andet spørgsmål. Hvor vi er tilbage i din brug af ledelsesberetning. Nu siger du I lægger mest vægt på de reviderede regnskaber. I forhold til guidance, deres afsnit i ledelsesberetningen, det går jeg ud fra, at I alligevel benytter en smule.

Ja.

Er det din opfattelse, at selskaberne rapporterer tilbage på det de guider på? Fx er dét, de guider på 2017, også dét, de lægger vægt på i 2018 rapporten?

Altså, der er en række selskaber, som laver sådan nogle fine små tabeller, hvor de lister op; "hvad sagde vi, og hvor kom vi ud". Det er jo meget fint, at lave sådan lille fin tabel. Der være opjusteringer i løbet af året med. Det, synes jeg, er meget fint. Det er rigtigt, at der nogen, der i ledelsesberetningen faktisk kommer meget let henover, "hvad guidede vi for, og hvad rapporterede vi". Tag et selskab som William Demant – det tror jeg slet ikke de nævner i deres ledelsesberetning. Men altså igen kan man finde andre selskaber – jeg tror både Ørsted og Carlsberg gør det – laver sådan nogle små tabeller.

Ja, jeg har fundet nogle enkelte i de C25-selskaber, vi har kigget på. Det er selvfølgelig super. Når du læser en årsrapport, hvilket resultatmål og vækstmål har du primært fokus på, hvis du overhovedet har fokus på det? Er det omsætning, er det EBIT eller er det net resultatet? Og er det er omsætningsvækst eller hvad er det?

I Danmark er der meget fokus på omsætningen og EBIT. Hvis du tager til USA er det nok mere omsætning og net earnings, omsætning og EBT. Det er meget EBT fokuseret. Altså det afhænger lidt af, hvilket selskab man har med af gøre. For nogle selskaber, vækstselskaber, er organisk vækst selvsagt et meget vigtigt nøgletal, fordi det er meget vigtigt for værdiansættelsen af et selskab. Det afhænger også lidt af, hvad de guider på, hvis et selskab guider på EBITDA, så bliver EBITDA helt automatisk et fokus, mens hvis de guider på pre tax profit, så kommer fokus på dét tal. Så altså selskaberne kan selv flytte fokus der hen, hvor de gerne vil have det skal være - ved at vælge hvilke parametre, man guider på. Nu kommer der så noget med IFRS 16, hvor man så skal holde tungen lige i munde, fordi EBITDA bliver inflateret, men der har altså være nogle selskaber, der er bedre end andre til vise, hvad effekten af det er på EBITDA.

Okay. Ift. vores dataindsamling, så synes jeg, at jeg har lagt mærke til, at selskaber, der er vækstselskaber, i mindre grad justerer deres tal end selskaber, der har eksisteret længe – fx A.P. Møller, som har eksisteret længe og måske er gået lidt i stå. Hvorimod Genmab ikke rigtig justerer deres tal, hvilket måske skyldes, at der ikke lægges så meget vægt på tallene, men mere hvilke aftaler, der indgås osv. Er det din opfattelse, at der er flere selskaber, som er gået i stå, som vælger at justere?

Ja, eller sagt på en anden måde. Selskaber, som har problemer, justerer. Det kan være selskaber, som befinder sig i nogle brancher, som er præget af udfordringer. Det er jo klart, der er nok et højere behov for at restrukturere en virksomhed, som er i en vanskelig branche eller vanskelig situation. Dermed så bliver det måske helt naturligt selskaber, som måske enten er meget gamle eller selskaber, som er en vanskelig branche eller situation, som føler behov for at anvende APM'er.

Allright.

Ja, Niels, jeg tror sådan set vi har fået svar på mere eller mindre det hele. Her til sidst har vi et enkelt spørgsmål. Hvad mener du, er den største udfordring ved selskabernes rapportering af justerede hoved- og nøgletal. Helt overordnet?

Det største problem er jo, at det er meget ensidigt. At de her justeringer er ensidigt positive. Det er et problem.

Perfekt. Du skal have mange tak for din tid. Det var super givende.

Det er godt. Og held og lykke med det.

Tusind tak.

Bilag 6 – Interview med Mark Christoffer Jessen, ATP

Informant: Mark Christoffer Jessen, Portfolio Manager, Danish Equities, ATP

Dato: 8. Februar 2019

Interviewform: Personligt interview

Varighed: ca. 60 min.

Sort = interviewer

Rød = informant

Skal i bare lige hurtigt have min baggrund? Så vil jeg gerne høre jeres bagefter.

Ja meget gerne.

Jeg arbejder med Stock picking, fundamental analyse, portefølje på 35 milliarder i danske aktier og et par udenlandske.

Det passer godt i relation til vores undersøgelse. Vi ser primært på C25.

Dem jeg ser primært på der, er Carlsberg, Unibrew og Rockwool.

Vi har for 2017, så det er ikke helt det samme. Vi har Royal Unibrew med alligevel faktisk. Vi kigger så ikke på finansielle virksomheder. Vi har læst CMA og arbejder hos PwC i faglig afdeling, inden vi fortsætter i andre afdelinger.

Faglig afdeling betyder?

Der er der hvor de kloge sidder og rådgiver intern i huset.

Så et videnscenter?

Ja præcis.

I relation til det her speciale, der prøver vi at undersøge hvilke hoved og nøgletal der rapporteres i ledelsesberetningen, og vi har nok fokus på de justerede hoved og nøgletal, hvor man trækker noget ud, som man typisk ikke gør. Fx. EBIT hvor man så hiver et eller andet ud. Det har vi samlet data ind på og fundet ud af, at der er ret mange der justerer.

Er der derfor i talte med Carnegie, for de har lavet noget om det.

Nej overhovedet ikke. Det vidste vi ikke.

Men det er så i relation til det, at vi gerne vil spørge dig. Vi har nogle specifikke spørgsmål, men jeg tænker også bare, at vi snakker og så hakker vi af ved de ting, vi nu engang kommer igennem. Og det vi måske lige skal huske at sige er, at de rapporterede hoved og nøgletal som de (læs: selskaberne) rapporterer er i forhold til om de opfylder kvalitetskravene i årsregnskabsloven, er de relevante, er de konsistente i det de melder ud.

Altså det vil vi så gerne undersøge om de er og det er der jo lidt forskellige holdninger til, afhængig af hvem lige spørger. Så jeg ved ikke, om vi bare skal starte fra en ende af?

Yes

Det første spørgsmål vi egentlig har, er af lidt generel karakter. Det er **"Hvad lægger du vægt på når du læser en årsrapport og i særdeleshed fra ledelsesberetning, hvis du bruger nogle ting der fra, hvad er du bider mærke i, når du får fat i et regnskab?"**

Jeg sagde forleden til en kollega: "Det har taget mig 2 år, at finde ud af, at jeg skal læse regnskabet bagfra, og så sagde han, det er også det Warren Buffet siger, man skal læse det bagfra. Og hvorfor så det? Jamen fordi, alt det der prosa, bliver alligevel sagt på et investormøde, hvor du kan sidde og høre det med spørgsmål til, eller det er opsummeret i et slide, så du kan sidde og tygge dig igennem og fokusere rigtig meget på wording, men der sidder vi i en position, hvor vi alligevel sidder med selskabet bagefter og så får du en granulering på det, så prosaen er ikke en prioritet. Så jeg starter bagfra, og får tastet tallene i Excelarket og så i lyset af, at du så kender tallene, kan du fokusere på ledelsesberetningen, og det sidder vi så med når har et investorkald eller har et møde med det. Dvs. jeg starter med tallene og så går jeg direkte til forretningskommentarerne. Tag fx. Royal Unibrew som eksempel, ned og få tallene i excelarket og sig hov her er et eller andet, så har jeg det som observationspunkter, så er det op at læse regionsgennemgangen. De rapporterer for regioner og så sidde og læse om jeg fik forklaring på det jeg havde at spørgsmål til tallene, hvis ikke så er det så det jeg sidder og venter på, på et investorkald og har jeg stadig ikke fået svar på det, eller har jeg brug for en uddybning, så er det så det, jeg tager med til sådan et møde. Giver det mening?

Ja det giver fin mening.

Om det betyder at revisionspåtegningen den bliver ikke bladret særlig meget igennem og hoved og nøgletalsoversigten heller ikke, fordi jeg sidder med mit excelark og der kan jeg selvfølgelig have tastet forkert, men der er tallene meget mere granuleret, og det er jeg mere interesseret i.

Fordi det vi egentlig tænker lidt, er, om i bruger de nøgletal, som selskaberne selv kommer frem med i ledelsesberetningen eller om i udelukkende mere eller mindre bruger det som er i resultatopgørelsen, balance osv. og så laver jeres egne.

Jeg tror. Nu er jeg ikke selv revisor, men hvad jeg stille og rolig fornemmer, så tror jeg, at der er en hel fundamental forskel på, hvordan aktiemarkedet bruger tallene og hvordan revisorer og jurister bruger dem. Som jeg har forstået, så er revisionen (korrigér mig, hvis jeg tager fejl) meget; er det opgjort korrekt. Det er meget, meget få selskaber, der bliver handlet på rapporterede værdier. Der er måske de finansielle - resten bliver handlet på forventninger til fremtiden - fokus på omsætnings og indtjeningsudvikling. Er det så helt dekoblet - det er det selvfølgelig ikke. Det jeg synes er "bridgen" i det her, det er selskabet guidance. Hvad er det for nogle finansielle mål, de har. Det er selvfølgelig koblet op på, hvad de rapporterer - det er dét de guider på. Det er så det jeg forecaster videre på. Hvis de skal nå det der, hvad betyder det så for de enkelte divisioner. Vi bruger ikke meget tid på at kigge bagud - hvor landede de. Ændrer det noget i den langsigtede historie, hvis vi tror det er en virksomhed, der vil levere to-cifret vækstrater, men har leveret 2 %? Er det standalone eller er der faktisk noget blivende eller ændring i de hypoteser, vi har investeret i, som er hypoteser baseret på fremtiden og ikke hvordan det har set ud. Giver det mening?

Nu nævner du selv omsætningsvækst og indtjeningsvækst. Hvad lægger I mest vægt på? Er det omsætningsvækst, vækst i årets resultat eller er det forskelligt?

Det er forskelligt. Og det er meget forskelligt fra selskab til selskab, og det er jo fordi der er nogen virksomheder, der er vækstvirksomheder, hvor du siger; "De skal ud og gribe de muligheder der i de lande med den produktportefølje - skal de ud og have skabt salg". Selvfølgelig skal omkostningerne ikke løbe løbsk, men så kigger vi på kostbasen bagefter, fordi hvis de griber de her muligheder, så bliver det en god historie. S er noget topline fokuseret, så er det selvfølgelig der, vi kigger. Så har du lavvækst cases, hvor Carlsberg og Royal Unibrew er gode eksempler. Der giver det også mening at kigge på om omkostningerne løber løbsk og sammenhængen mellem dem. Sidder de og investerer hårdt i marketing, men får ingen topline ud af det. Så er der et eller andet galt. Det siger noget om hvor godt styret selskabet er eller hvor svært markedet er. Du kan ikke sige generisk ned over vores portefølje, at vi har en eller anden kolonne med hvad er vækstraten, fordi det er helt individuelt.

Jeg har indsamlet, hvilke resultatmål de (selskaberne) lægger vægt på og hvilke vækstmål lægger de vægt på. Men det er jo meget forskelligt, så man ikke sige, at de alle lægger vægt på omsætning, fordi det gør de absolut ikke. Men er det så en dårlig ting? I don't know. Det er måske ikke, hvis det ikke giver mening at lægge vægt omsætningsvækst i A.P. Møller-Mærsk.

Synes du generelt der en tendens til, at de veletablerede selskaber guider på nogle specielle ting kontra yngre selskaber (fx medicalvirksomheder)? Kan man sige noget om det?

Jeg kan godt se, hvor du vil hen. Jeg tror ikke, at det er alderen på selskabet. Som det er i dag, ser jeg ikke at to sammenlignelige selskaber, hvor det ene er yngre end det andet er helt forskelligt, fordi det er ofte branchespecifikt, hvad de guider på. Så når du siger biotekselskaber, så kan man godt kalde det ny versus gammel, men det mere bare den branches natur. Et biotekselskab lever af at bruge en hulens masse penge på at forske på kort sigt, og håber på at få et eller andet produkt på markedet eller et samarbejde med nogle. Der vil være et mega cash burn i en periode - ofte et de ikke selv kan finansiere. Hvorfor er analytikere uenige om værdien af et biotekselskab? Hvor hurtigt kan de "rampe" op og hvor lang tid kan de holde. Genmab er et godt eksempel, hvor CEO tror på at markedet, når de peaker er et 10 mia. dollar marked, men så vidt jeg har forstået, så ligger analytikere og investorer et sted mellem 6 og 8 mia. dollars. Så der er egentlig ikke nogen, der tror på ham. Nu er de så igang med at penetrere det, men hvis det er noget, der stadigvæk er i forsøgsfasen, så kan du sætte sandsynligheder på, at de kommer igennem.

Det er egentlig meget sjovt, at du siger det der med, at "nu siger han selv, at han tror det bliver et 10 mia. dollar-marked" og i siger "det er ikke vores forventning". Jeg tænker bare, der må sidde nogle private investorer, som ikke har de indsigter eller ikke har mulighed for at se lige så dybt ind og igennem sådan nogle ting, som kommer ud. Her tænker jeg også på, hvad der fremgår af ledelsesberetningen af alt mulige forskellige nøgletal og forventninger til fremtiden. Tænker du ikke, at der kunne være et problem ift. de private investorer, at de har svært ved at gennemskue, hvad der egentlig foregår? Nu siger du også, at I har adgang til dem på efterfølgende investormøder.

Er det et problem? Man kan sige, har vi adgang til noget som andre ikke har? Vi har selvfølgelig et møde med ledelsen, må ledelsen sige noget, som er kurspåvirkende til os? Øh, nej det må de egentlig ikke. Der er også en dialog om, hvorfor vi så skal have de her møder. På sådanne møder er der mange aspekter. En ting er selvfølgelig forretningsmæssige. Vi har en strategi, hvor vi gerne vil være aktive ejere. For at sikre os, at der er orden i penallhuset og at governance er i

orden osv. Vi får ikke indsigt i noget, men det er lige så meget os, der kommer med noget til dem. "Det er fint, nu har vi snakket regnskab igennem, det ser fint ud, vi skal lige forstå strategien. Derudover kan vi se, at lønningerne til direktionen stiger helt vildt - der synes vi bare lige, at I skal 'hold your horses'. Det ser ikke godt ud". Og så forstår de som regel et vink med en vognstang. Og gør de ikke det, så får de en artikel i landsdækkende medier.

ATP er nogen, der har slået markedet. Er det, fordi vi har insiderviden? Det håber jeg ikke, fordi det er ulovligt. Og det er vi ret strikse til at kontrollere. Men vi har tid selvfølgelig til at sætte os ned og investere, og det skulle gerne være mere end en, der har en aften til at løbe det danske aktiemarked igennem, at vi så har fem mand, der har tid til at løbe det igennem.

Men en af de ting, jeg tænker på, det er, om man på de investormøder får et mere nuanceret billede end man gør, når man læser årsrapporten og i særdeleshed ledelsesberetningen, fordi som vi læser den, så er det typisk de positive ting, naturligvis, de gerne vil frem til. Jeg ved ikke, om der nogle gange kommer et lidt mere nuanceret billede, hvor man så også høre mere.

Man kan sige, du har i hvert fald mulighed for at stille spørgsmål. Som de jo så ikke selv har forberedt et svar på, så på den måde får vi jo svar. Vi læser regnskab på eller andet og jeg læste det, så ville vi formentlig sidde med 10 forskellige spørgsmål. Fem af dem ville overlappe og fem af dem ville være forskellige. Der synes DU noget er vigtigt, og jeg siger, at du har misforstået det - det er noget andet, der vigtigt. Det er jo bare hypoteser. Har jeg så viden, som DU ikke har? Men du har jo dømt det irrelevant eller omvendt. På den måde synes jeg ikke, at man kan sige, at vi har indsigt, som andre ikke har. Derudover så skal alle selskaber gerne svare på alle spørgsmål fra investorer, så Hr. og Fru. Jensen kan jo skrive til IR.

Kunne man forestille sig på de der møder, at der bliver spurgt indtil, hvordan ting er opgjort? Fx hvad består de her "special items" af.

Ja, i høj grad. Men det er som regel også det, der står i regnskabet. Er der et eller andet man ikke har forstået, så tropper vi op fysisk, men vi kunne lige så godt sidde derhjemme og skrive en email.

Det er fordi, når jeg går igennem nogle af dem, så tænker jeg; "Det her, det har jeg lidt svært ved at finde ud af, hvad består af". 'Special items' er typisk opgjort, hvad det er osv. Men A.P. Møller-Mærsk har underlyng profit fx, som nogle gange svinger lidt. Det er i hvert fald uklart om det er det samme alle år.

Ja.

Men det er så sådanne ting, man kunne spørge ind til?

Ja. Carlsberg er også et godt eksempel. Carlsberg har, under specielt den gamle ledelse, haft rigtig høje special items hvert år. Nu skal jeg passe på, jeg ikke tager munden for fuld, men jeg er også ret sikker på, at det gamle bonusprogram var baseret på en justeret indtjening.

Ja, det hænger typisk sammen.

Ja. Så har du pludselig et incitament til at sidde og kalder alt muligt ekstraordinært, men når hvert år sidder med en halv mia. ekstraordinært, så kunne man jo i år 9 begynde at spørge sig selv; "Er det her ikke business as usual, at vi har ekstraordinære ting i vores virksomhed?". Der

må man sige kadeau til den nye ledelse udover kæmpe store nedskrivninger, så er det man kan kalde operationelle ting i et helt andet omfang, end det var før i tiden.

Men bare lige for at forstå det helt præcist. I sådan et tilfælde som Carlsberg, der ville du ikke ligge vægt på deres 'EBIT before special items'. Den vil du bare selv taste ind, når du går ned i resultatopgørelsen?

Jeg ville have den stående. Jeg ville have hele P&L stående i mit excelark, men jeg vil i min forecast og i min cash flow-model gå ind og korrigere. Hvis jeg lægger den justerede ind, så laver jeg implicit en antagelse om, at der ikke vil være nogen 'special items' med cash-effekt i de kommende år - det vil formentlig være en forkert antagelse, og så vil jeg få en for høj DCF-værdi.

Hvad er din generelle holdning til justerede hoved- og nøgletal? Synes du de er brugbare, retvisende, neutrale og konsistente?

Jeg tror ikke, at jeg kan lave én holdning, der kan bruges på alle selskaber. I Carlsbergs gamle tilfælde, der giver det IKKE mening. Justeringer giver selvfølgelig mening, når der er noget, der afviger. Har der siddet en ledelse i fem år, og har der hvert år været special items, så skal man måske begynde at tage sine forbehold. Hvis man i hvert fald antager, at der ikke er special items næste år. Så skal man angribe den tese.

Så for nogle selskaber giver det mening, og nogle steder er det retvisende?

Dér hvor det faktisk special, er der en grund til at justere det. Og der, hvor justeringer er så store, at det giver mening. Det er også irriterende, når det bliver så småt, at det ikke flytter noget for det overordnede indtryk eller sundheden i selskabet.

Det giver mening.

En helt anden ting, som vi også have lidt fokus på er de her ESMA guidelines for Alternative performance measures. Jeg ved ikke, om det er noget.

Dem er jeg ikke skarp på. Jeg er stødt på det.

Det er ikke kommet til Danmark helt endnu, men skal så vidt, jeg har forstået, skal de igennem folkettinget her inden alt for længe. En af de ting, der er med dem, det er, at man skal kunne afstemme de her non-gaap performance measures til det nærmeste gaap-measure. Ser du i dag, at der kan være problemer med at afstemme?

Dvs. anfægte opgørelsen af special items? Det tror jeg er mere relevant på jeres side af bordet end min. Vi kan ikke, som eksterne, anfægte korrektheden af tallene. Ofte kan man lugte, at der er et eller andet galt. Så kommer investormøderne. Bliver der svaret ualmindeligt dårligt, så kan det være de dækker over en god historie, de ikke vil ud med endnu, fordi den ikke er sikker. Men det kan også være, at du går hjem siger; "Der er et eller andet helt galt her". Der er Pandora nok et meget godt eksempel. Hvor det på investormøder- og kald, som regel er godt tegn på et rødt flag, når ledelsen begynder at diskutere og skændes med analytikere. Det skete i Pandora, fordi man var uenig i, hvad der lå i rapporteringen. "I rapporterer omkring jeres KPI'er, som vi ikke kan linke op på noget, der en kæmpe 'black box'. Der er noget galt fra jeres P&L og over til de vækstrater, I siger, I har i alle jeres KPI'er". Det er en advarselsslampe for os, men vi kan ikke anfægte rapporteringen.

Nu siger du også, at du kigger på nogle udenlandske selskaber. Hvad ser du af forskelle, fx hvad der fremgår af ledelsesberetningen?

Det er typisk små selskaber i Sverige og Norge, så det er ikke større amerikanske. Det er nok mere et spørgsmål om, om det er et stort eller lille selskab. Hvor et lille selskab som regel rapporterer lidt ringere end de store.

Det minder om de danske selskabers rapportering?

Det er jo næsten lige så forskelligt de danske selskaber i mellem, i min optik.

Jeg ved ikke, om I har et andet indtryk?

Nej, eller jeg synes, dem vi har været i gennem, minder meget om hinanden. Hvor strukturen og hvad de lægger vægt på minder meget om hinanden.

Hvad vil du karakterisere det som? Det de lægger vægt på.

Jeg synes, at der er mange af dem, der lægger vægt på justerede hoved- og nøgletal. Nu har vi så også kun været igennem 20 selskaber, men der er en væsentlig del af dem, som fremhæver hoved- og nøgletal, der er justeret. Det er klart, at det er det, du som læser skal lægge mærke til. Så kan det godt være, at jer professionelle, at I ser bort fra det og igennem det, men jeg tænker, at der nogen private investorer, der bliver fanget. Og måske snydt - det er hårdt ord. Men de laver nogle mærkelige justeringer, som man som privat, måske ikke lige lægger mærke til. Hiver forskellige ind og ud af deres organiske vækst og sådan noget. Hvor I ser igennem det, eller på et investorkald får en bagvedliggende information. Når jeg hurtigt skimmer et regnskab, som privat, så tænker; "Det er godt, det her". Men de fleste private har nok ikke kompetencerne til at vurdere justeringernes oprigtighed. Nogle selskaber, synes jeg, gemmer det lidt, så det kan være svært.

Det er meget få, der skriver de dårlige nyheder på forsiden.

Ja, lige præcis. Der tænker jeg, at APM guidelines vil kunne opveje noget af det, fordi så bliver ligesom nødt til at lave afstemningen, så du ganske hurtigt vil kunne se, hvad der er foregået. Det er så nok ikke noget, der kommer til at påvirke jer i lige så høj grad.

Nej, det kan godt være det gør, men det skulle det helst ikke. Har det så indflydelse på private investorers investeringsbeslutninger, at de ser et justeret tal? Det kommer an på, hvad folk investerer ud fra. Jeg kan godt forestille mig, at der mange der investerer på mavefornemmelser og følelsen af, at have læst en god artikel i Børsen, men den kan være lige så, ikke manipulerende, men. Det er som regel selskabernes egne kommunikationsafdelinger, der vil ud med en historie. Hvor de så stiller CEO til rådighed, hvis nogen vil skrive historien. Det er klart, hvis man forholder sig ukritisk, og kun investerer ud fra det første tal, man møder, så kan man hurtigt investere i blinde. Så er spørgsmålet, hvornår man ikke investerer i blinde længere.

Jeg tænker bare. Typisk er det i positiv retning, de justerer. Det er sjældent man ser nogen, der justerer deres EBIT ned.

Ja.

Så jeg tænker, at det justerede tal altid vil se bedre ud end det ikke justerede tal.

Ja, det er klart.

Jeg tænker ikke, at det er han negativ effekt på investors investeringslyst. Om det så har en positiv effekt på investors investeringslyst, det er så det. Det kan vi jo ikke sige noget om, og det kommer vi nok heller ikke til at kunne.

Det er klart. Det er i positiv retning.

Der er vores kritik af det; "Overholder de så de overordnede kvalitetskrav?" Det skal være konsistent, relevant, pålideligt og neutralt osv. Det er jo så lige det.

Du som professionel investor bruger dem så ikke, så det påvirker egentlig ikke dine beslutninger. Så det er nok i højere grad de private, der bliver påvirket af det.

Ja. Det vil have væsentlig større indflydelse på mig, at lad os sige; at Carlsbergs vækststrategi er ser mere udfordret ud end lige gik og troede, end at Carlsberg har væsentlige flere 'special items'. Så det er ikke det justerede nøgletal, som rammer mig. Det er mere, hvis vækstcasen er væk. Den merværdi, jeg investerer i, og forventer at få, er væsentlig mindre end jeg tror, så skal jeg også betale en hel anden pris for det. Det er et godt spørgsmål, om de overholder kravene. Jeg er ikke super skarp på, hvilke krav der er og hvordan kravene påvirker ledelsesberetningen. Har de helt frit spil?

De er bare meget flydende, kravene. Der skal tolkes ret meget på dem. Det helt overordnede problem er vel egentlig, at der ikke er nogen til at kontrollere det. Erhvervsstyrelsen får super mange årsrapporter, så de laver kun stikprøvevis kontrol.

Hvad er konsekvensen så ved, at det er lige til den gode side. Er det overhovedet korrekt at kalde det et forkert grundlag? Fordi det er vel at sige, at du stand alone tager beslutninger ud fra det. Der vil jeg nok være tilbøjelig til at sige, at det håber jeg ikke, at der er nogen der gør. Man skal lave en helhedsvurdering.

Der er i hvert fald den positive konsekvens, at ledelsen får en god aflønning. Det kunne være ret sjov øvelse at lave, at der hvor der er de største justeringer, har man så et incitamentsprogram, der er hængt op på dette justerede resultatmål? Om det faktisk incentiverer. Der får man så en hel anden debat. Der skal man kigge på, om de er aflønnet af de justerede tal, men det er faktisk ret få selskaber, der oplyser. De oplyser bare en parameter, men ikke om det er justeret eller ikke justeret. Og slet ikke hvilken vækstrate, der bliver aflønnet efter.

Der var Novozymes, der sad tre år i streg og ikke levede op til deres egen vækstguidance, men ledelsen får fuld tildeling af deres bonusprogram, så bonusprogrammet er i hvert fald dekoblet fra de vækstrater, som investorerne skal investere ud fra. Det er en anden snak, men en konsekvens ud fra, hvad der driver de justerede tal.

Jeg tænker mere, hvad er konsekvensen så får regnskabsbruger, at de fx ikke er neutrale.

En ting er at regulere mod det, men kommer fru Jensen til at læse note 24, hvor "bridgen"

ligger? Formentlig ikke. Men hvis man bare kunne vise første advarselsslampe, at ledelsen er aflønnet på justerede nøgletal, så ved du, at han ikke nødvendigvis får en god bonus, hvis han viser mig de rigtige tal. Det ville være en løsning på problemet, at sige til bestyrelsen; "I bliver nødt til at vise en lønpakke, der viser de reelle ting".

Ift. Carlsberg. Mener du, at de er konsistente i den måde, de udregner deres EBIT before special items på? Er det de samme ting, der går igen.

Ja. Men jeg tror, at der vil være stor forskel på, om jeres kolleger i PwC mener der er konsistens. Fordi det jeg ser, er restruktureringer i UK. Og året før var det en anden restrukturerings. Restruktureringer bliver lagt derned, så ved vi det. No clue om, hvad der ligger i de der 100 mio. Der har jeres kolleger en lidt anden indsigt. Er det lønkroner for dem, der er blevet opsagt? Det er da bare drift. Så hvad er det egentlig, der er ekstraordinært i restruktureringer? Det fortæller Carlsberg os ikke.

Det spørger man indtil eller?

Så får du bare af vide, hvad det er for nogle initiativer.

Men hvis det alligevel ikke er interessant for jer?

Det vil være interessant, hvis posten var stor nok til at være relevant og hvis de lige pludselig får sagt noget, hvor vi tænker; "Det er drift! - det er ikke noget ekstraordinært". I skriver restruktureringer i UK. Hvis vi nu sløjfede UK, ville i så altid have en restruktureringspost, men næste år står der bare en anden landekode. Det vil der jo i ved en multinational koncern. Det er jo restruktureringsomkostningen, der er relevant og ikke landekoden, der skiftes ud.

Det var dén begrundelse CEO'en brugte i en artikel i Finans.

At?

At det var restruktureringsomkostninger, men det var forskellige geografiske områder.

Men når man nu er en multinational virksomhed, så er der altid noget at rydde op i. Hvis du bare var en dansk virksomhed, fx royal unibrew, så kan de lave en linje der hed; "restrukturering af Faxe Kondi branded..."

Ja, der er ret meget spillerum.

Ja, du definerer jo bare den segmentering, du har af din forretning. De kan ikke putte geografier på, men de kan jo så putte en anden segmentering på.

Så i arbejder ud fra et væsentlighedsniveau på en måde.

Det er klart, når Carlsberg kommer med 4 mia. i nedskrivning, så må vi jo bare acceptere, at det er det, de har valgt at gøre. Det betyder også, at jeg skal huske, at afskrivningerne er faldet, fordi de har nedskrevet på Rusland, så det hjælper dem jo den vej. Omvendt kan kompleksiteten i dit regneark stige helt gevaldigt, hvis du de sidste 10 års korrektioner med. Det bliver komplekst. Det gør, at man i hvert fald på kort sigt, kan sige, om det er en reel forbedring, eller om det er regnskabstekniske ting, de har foretaget sig.

Har du et overblik over, om dem, der justerer, typisk er selskaber, hvor væksten er gået lidt i stå?

Jeg tror man kan sige, at der hvor de ikke når deres mål.. (sagt i spøg)

Jeg har lagt mærke til, at de lidt mindre virksomheder, hvor tallene ikke er lige så vigtige, de justerer dem heller ikke. Fordi det er ikke som sådan, det de bliver målt på. Men A.P. Møller-Mærsk, der bliver der justeret ret meget. Det er måske, fordi det ikke går så godt, og så justerer vi for et eller andet så det ligner, at vi laver et eller andet på bunden alligevel. Det var mere, om du også havde den opfattelse eller om det var tilfældigt?

Så ryger du lidt tilbage til et rigtigt CBS udtryk; "Cash is king". Fordi det kan godt være, at du kan fikse din P&L, men du har bare rigtig svært ved at fikse dit cash flow.

Det er i højere grad det I anvender?

Ikke kun, men det er altid et godt faktatjek. Hvis man har lidt svært ved at gennemskue, hvad der foregår med mange korrektioner, så må man tilbage og kigge på, om det er nogle der får værdien ud i noget håndgribeligt eller er det bare regnskabsværdi. Tilbage til dit spørgsmål, er det virksomheder der svært ved at nå målene, som korrigerer? Det er det formentlig. Men er det også virksomheder, der har det lidt svært, der er i turnaround process? Ja, det er det jo. Er der mange ubekendte ekstraomkostninger i en turnaround - der er noget discontinuing business osv. Der er to sider, det kan godt være med god grund, at det er de selskaber, der justerer. Ja, det er ofte dem. Er det nødvendigvis negativt? Nej.

Jeg hæfter mig lidt ved det væsentlighedsniveau, vi snakkede om. Hvis det er en lille post, som ikke er væsentlig, så er vi ikke nødvendigvis interesseret i den. Hvis man skal anlægge en sådan lidt konspiratorisk synsvinkel, så kunne man da godt forestille sig, at der var nogle af virksomhederne, som kendte til dette, der kunne ligge noget i 'special items'?

Som er tilpas småt.

Ja, så ikke bider mere i det eller spørger yderligere ind til det.

Det er måske derfor Carlsberg er gået fra at være gået fra mellem en halv og en hel mia. til være mellem 100 og 200 mio. Så ved de godt, at det hjælper dem til at nå i mål (sagt i spøg). De bliver målt på EPS, men er den justeret, det kan jeg ikke huske. Det mener jeg faktisk ikke.

Nu sidder du også med mindre børsnoterede virksomheder. Ved du om de justerer i lavere grad?

De justerer ofte ikke, men er regnskaberne bedre af den grund? Det tror jeg ikke.

Bilag 7 – C25-selskabernes score på de fem analyseparametre

Analyseparameter	A.P. Møller-Mærsk	Carlsberg	Chr. Hansen	Coloplast	DSV	GN Store Nord	H. Lundbeck	ISS	NKT	Novozymes	Vestas	William Demant	Gns. (%)	Maks.	Min.
Formålet med justeringen kan identificeres, og det specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	25%	1	0
Justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår.	0	1	1	0	1	1	1	1	0	0	1	0	58%	1	0
Det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	17%	1	0
Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål.	0	0	0	1	0	1	1	1	1	1	0	1	58%	1	0
Det forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes, eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det udskiftede præstationsmål er mere relevant.	0	1	1	1	1	0	0	1	1	1	1	1	75%	1	0
Gennemsnit (%)	0%	60%	40%	40%	60%	40%	40%	60%	40%	60%	80%	40%	47%		

Bilag 8 – De engelske selskabers score på de fem analyseparametre

Analyseparameter	British American Tobacco	BT Group	Glencore	Unilever Group	Vodafone	Gns.	Gns. (%)	Maks.	Min.
Formålet med justeringen kan identificeres, og det specificeres, hvorfor det justerede præstationsmål er relevant for forståelsen af virksomhedens strategi og målsætninger.	1	1	1	1	1	1,00	100%	1	1
Justeringen defineres, og beregningsmetoden for det justerede præstationsmål forklares, herunder hvilke komponenter, der indgår.	1	1	1	1	1	1,00	100%	1	1
Det justerede præstationsmål gives en klar og retvisende titel, der reflekterer indholdet.	0	1	1	0	0	0,40	40%	1	0
Det justerede præstationsmål fremhæves ikke mere end det ækvivalente GAAP præstationsmål.	1	1	0	0	1	0,60	60%	1	0
Det forklares, hvis et justeret præstationsmål udskiftes, eller beregningsmetoden ændres, og hvorfor det udskiftede præstationsmål er mere relevant.	1	1	1	1	1	1,00	100%	1	1
Gennemsnit (%)	80%	100%	80%	60%	80%	80%	80%		

Bilag 9 – Score af de engelske selskabers rapporteringskvalitet i 2013 og 2017

	Præsentation		Beregning		Afstemning		Formål og relevans		Vægtning ift. ækvivalente GAAP		Konsistens	
	2013	2017	2013	2017	2013	2017	2013	2017	2013	2017	2013	2017
British American Tobacco	0	2	0	2	0	3	1	1	0	2	N/A	1
BT Group	2	2	2	2	3	3	1	1	2	2	N/A	1
Glencore	2	2	1	2	3	3	0	1	0	0	N/A	1
Unilever	0	1	2	2	3	2	1	1	1	1	N/A	1
Vodafone	2	2	0	2	0	3	1	1	0	2	N/A	1
Gennemsnit	1,2	1,8	1	2	1,8	2,8	0,8	1	0,6	1,4	N/A	1
Gennemsnit (%)	60%	90%	50%	100%	60%	93%	80%	100%	30%	70%	N/A	100%

Bilag 10 – Forudsætninger for vurdering af forskellen i rapporteringskvaliteten i engelske selskaber fra 2013 til 2017

Parameter	Beskrivelse	Indeksring
Præsentation	- Alternative præstationsmål mål skal præsenteres på en klar og overskuelig måde (ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures, paragraf 21). - De skal være mærket med en meningsfuld titel, som reflekterer indholdet (GOAPM paragraf 22)	2 = Non-GAAP målet præsenteres på en klar og overskuelig måde, og kan nemt identificeres 1= Præstationsmålet kan identificeres, men betegnelsen af om der er tale om et Non-GAAP eller GAAP mål er ikke klar 0= Non-GAAP gives en betegnelse som er vildledende
Beregning	Der skal fremgå en forklaring på beregningsmetoden (GOAPM paragraf 22).	2 = Beregningsmetoden fremgår i direkte forlængelse af Non-GAAP målet i ledelsesberetningen, eller der findes en klar henvisning til, hvor dette sker 1 = Beregningsmetoden er forklaret ved, at man indirekte kan afstemme det i de finansielle opgørelser. 0= Beregningsmetoden er enten uklar eller fremgår ikke i årsrapporten
Afstemning	Der skal fremgå en afstemningen af Non-GAAP målet til det ækvivalente GAAP mål, hvor de nødvendige justeringer vises	3 = Afstemningen er foretaget i direkte tilknytning til Non-GAAP målet, eller der findes en klar henvis til, hvor dette sker. 2 = Afstemningen er indirekte foretaget i hoved- og nøgletalsoversigten, i ledelsesberetningen eller i de finansielle opgørelser, men fremgår ikke eksplicit 1 = Afstemningen i ledelsesberetning (narrativt) 0 = Afstemningen er uklar eller ej forklaret
Formål og relevans	Det skal fremgå, hvorfor Non-GAAP målet er anvendt, og hvilken værdi det giver regnskabsbruger	1 = Formål og relevans beskrives klart og overskueligt i relation til det præsenterede non-GAAP mål, eller der findes en klar henvisning til, hvor dette gøres. 0 = Formål og relevans er ikke forklaret eller kun i ringe grad forklaret.
Vægtning i forhold til det ækvivalente GAAP <i>Bowen et. al. (2005)</i>	Non-GAAP mål må ikke tillægges større værdi eller overskygge det ækvivalente GAAP mål	2 = Non-GAAP og GAAP mål tillægges samme prominens i ledelsesberetningen 1 = Non-GAAP mål vægtes højere end det ækvivalente GAAP mål i ledelsesberetningen (narrativt som brødtekst) 0 = Non-GAAP mål vægtes højere end det ækvivalente GAAP mål i den grafiske præsentation eller i særskilt overskrift
Konsistens	Non-GAAP mål skal være konsistente over tid ift. den anvendte definition og beregningsmetode. Ændringer skal forklares og indeholde en beskrivelse af, hvorfor ændringen gør non-GAAP målet mere pålideligt	1 Ingen ændring i non-GAAP mål i rapporteringsåret ift. sammenlignelighedsåret – ellers vedlagt årsagsforklaringen ved ændring 0 = Ændringen i det rapporterede non-GAAP mål – uden vedlagt årsagsforklaring til ændring

Bilag 11 – Omfattede C25-selskaber



Bilag 12 – Omfattede engelske selskaber

