

Hvordan overdrages og værdiansættes en COVID-19-vaccine ud fra armslængdeprincippet i en intern omstrukturering?

How a COVID-19 vaccine is transferred and valued at arm's length principle in an internal restructuring?

Cand.merc.aud

Kandidatafhandling



Jonathan Bastian Kofoed Andersen & Marcus Hermansen

Studie nr. 110303 & Studie nr. 115835

Vejleder: Erik Andresen

Afleveringsdato: 15. september 2020

Anslag: 250.200

Antal fysiske sider: 119

Antal normalsider: 109,98 normalsider

Abstract

This thesis examines how an internal restructuring is carried out between affiliated companies in a Multi-national Enterprise based on the Transfer Pricing Guidelines (TPG) articles 1, 6 and 9, which affect the arm's length principle, intangible assets and internal restructurings, and how Covid-19 affects these. The articles as well as the analysis' examinations of the effects of Covid-19 provide a basis for a discussion of areas where TPG may be further elaborated.

The analysis of TPG is illustrated in a self-developed case, where a Covid-19 vaccine called *Adversus-Covid* and the strategically important DEMPE functions were moved from the Danish parent company to its American affiliated distributor. When transferring unique intangible assets such as *Adversus-Covid*, where there are no comparable reference transactions, the parent company must prepare a valuation that reflects the market value of the intangible assets.

The valuation of *Adversus-Covid* is based on the future cash flows that the vaccine is projected to generate, which finds the present value using discount rate WACC that expresses the total market value of *Adversus-Covid*. The future cash flows are based upon a forecast and a terminal value. The forecast expresses the period in which there is a growth in the production and sales of the vaccine, because it is estimated that a Covid-19 vaccine could neutralize the pandemic within a period of three years. Subsequently, the future cash flows enter a steady state, where the cash flows grow at a set growth rate. The essential elements in WACC are the risk-free interest rate, the market risk premium and the beta. World-wide financial markets have been heavily affected by Covid-19, triggering great turbulence in the stock market, due to Covid-19 creating uncertainty about the future. Under the influence of Covid-19, the Danish pharmaceutical industry has shown readiness to adapt and delivered better-than-expected results in the first 9 months of 2020. As a result, the turbulence and future uncertainty of the Covid-19 outbreak have been neutralized and the risk-free interest rate, market risk premium and beta are back at their previous levels.

Covid-19 has affected different industries and countries differently, leading to governments around the world imposing various restrictions such as curfews and travel restrictions to lower the pressure of rising infection levels. Impacts from Covid-19 have meant that low-risk affiliated companies may have increased their costs in 2020, and the principal in a centralized group structure must therefore ensure that there remains a correct arm's length compensation that reflects the changed market conditions that Covid-19 has entailed. This means that the principal bears the market risk and must therefore compensate the low-risk affiliated companies for the extraordinary costs that have come with Covid-19.

Indholdsfortegnelse

Abstract	1
Anvendte forkortelser	5
1. Indledning	6
1.1 Formål	7
1.2 Problemformulering	7
1.3 Undersøgelsesspørgsmål	7
1.4 Afgrænsning	8
2. Metode	9
2.1 Videnskabsteoretisk tilgang	9
2.2 Metodisk tilgang	9
2.3 Relevante retskilder og brugen af data	11
2.4 Validitet og reliabilitet	12
2.5 Afhandlingens struktur	12
3. Armslængdeprincippet og håndtering af påvirkninger fra COVID-19	14
3.1 Indledning	14
3.2 Sammenlignelighedsfaktorer og hvordan COVID-19 påvirker disse	14
3.2.1 Kontraktvilkår	14
3.2.2 Funktionsanalyse	15
3.2.3 Realydelsen	21
3.2.4 Økonomiske omstændigheder i en COVID-19 krise	21
3.2.5 Forretningsstrategier	23
3.3 Anerkendelse af den afgrænsede transaktion og COVID-19's påvirkninger	24
3.4 Tab og COVID-19 tabshåndteringen	25
3.5 Offentlig regulering og følgevirkninger fra COVID-19	25
3.6 Særlige markedsforhold	25
3.7 Samlet arbejdsstyrke og påvirkninger fra COVID-19	26
3.8 Koncernsynergier og håndtering af indvirkninger fra COVID-19	26
3.9 Delkonklusion	27
4. Immaterielle aktiver og påvirkninger fra COVID-19	29
4.1 Indledning	29
4.2 Definition af immaterielle aktiver	29
4.2.1 Skattestyrelsens adgang til at foretage indkomstændringer	30

4.3 Transaktioner i et COVID-19 perspektiv.....	30
4.4 Funktionsanalysen	31
4.5 Værdiansættelsen ud fra armslængdeprincippet.....	36
4.5.1 Værdiansættelsesmetoder	37
4.5.2 Prisfastsættelsesmetode ved overdragelse.....	39
4.6 COVID-19 påvirker betaling for aktiver med usikkerhed om værdien.....	40
4.7 Hard-to-Value Intangibles	41
4.7.1 Eksempel på HTVI.....	42
4.7.2 Transaktioner med HTVI i et COVID-19 perspektiv.....	43
4.8 Delkonklusion.....	44
5. Intern omstrukturering og COVID-19's påvirkning heraf.....	46
5.1 Indledning	46
5.2 Anvendelsesområde	46
5.2.1 Definition og begrebsafgrænsning.....	46
5.2.2 Overdragelse af immaterielle aktiver	47
5.2.3 Beskatning og indkomstkorrigeeringer.....	48
5.3 Omstruktureringer på armslængde	49
5.3.1 Identifikation af transaktioner og funktioner, aktiver og risici	51
5.3.2 Årsag og vurdering af omstrukturering.....	53
5.3.3 Alternative muligheder	54
5.4 Forudsætninger for den interne omstrukturering.....	55
5.4.1 Forhold før og efter.....	55
5.4.2 Armslængdekompensationen.....	58
5.5 Delkonklusion.....	59
6. Værdiansættelse under påvirkninger fra COVID-19	61
6.1 Indledning	61
6.2 Beskrivelse af genstanden og betingelser for værdiansættelsen	61
6.3 Beskrivelse af selskabet og dens omgivelser	64
6.3.1 Regnskaber og analyser heraf.....	67
6.4 Værdiansættelsesmetode og fastsættelse af parametre	67
6.4.1 Værdiansættelsestilgang.....	67
6.4.2 Discounted Cash Flow modellen.....	68
6.6 Delkonklusion.....	78

7. Hvordan skal et patent på en vaccine mod COVID-19 værdiansættes i forbindelse med en omstrukturering i en multinational koncern?.....	80
7.1 Indledning	80
7.2 Baggrund og beskrivelse af Danish Pharmaceuticals-koncernen	80
7.2.1 Beskrivelse af Danish Pharmaceuticals A/S – principalselskabet	82
7.2.2 Beskrivelse af American Pharmaceuticals Sales Ltd. – amerikansk low risk-distributør	83
7.2.3 Beskrivelse af Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A. – low risk-kontraktudvikler	84
7.2.4 Beskrivelse af Netherland Pharmaceuticals Production BV – low risk-kontraktproducent	84
7.3 Beskrivelse af medicinalindustrien	85
7.3.1 Beskrivelse af COVID-19.....	88
7.3.2 Beskrivelse af COVID-19-vaccine – realdelsens egenskaber	89
7.4 6-trinsanalyse – koncernens transaktioner	90
7.4.1 Trin 1: Identificer det immaterielle aktiv og DEMPE-funktioner samt fastlæggelse af risici	90
7.4.2 Trin 2: Identificer kontraktvilkår og juridiske forhold	91
7.4.3 Trin 3: Funktionsanalyse	93
7.4.4 Trin 4: Vurdering af overensstemmelse mellem trin 1 til 3	94
7.4.5 Trin 5: Re-allokering	94
7.4.6 Trin 6: Prisfastsættelse.....	94
7.5 Intern omstrukturering af Danish Pharmaceuticals-koncernen i 2020/2021.....	95
7.5.1 Funktioner, immaterielle aktiver og risici omstruktureres – ny amerikansk principal	97
7.5.2 Værdiansættelse af Adversus-COVID ved intern overdragelse den 1. september 2020.....	98
7.6 Ændringer ved omstruktureringen den 1. september 2020.....	107
7.7 Delkonklusion.....	111
8. Konklusion.....	113
9. Perspektivering	116
10. Litteraturliste	120
Litteratur	120
Love og bekendtgørelser	120
Websites	120
11. Bilag.....	128

Anvendte forkortelser

AL	Afskrivningsloven
APA	Advance Pricing Agreement
COVID-19	Ny coronavirus (Pandemi)
CUP	Comparable Uncontrolled Price
DCF	Discounted Cash Flow
DEMPE	Development, Enhancement, Maintenance, Protection and Exploitation
EBIT	Earnings before interest and taxes
HTVI	Hard-to-Value-Intangibles
JV	Skattestyrelsens juridiske vejledning
LL	Ligningsloven
MAP	Mutual Agreement Procedure
SFL	Skatteforvaltningsloven
SKL	Skattekontrollloven
SL	Statsskatteloven
TP	Transfer Pricing
TPG	Transfer Pricing Guidelines 2017
TNMM	Transactional Net Margin Method
TPSM	Transactional Profit Split Method
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1. Indledning

Den 31. december 2019 rapporteres i Wuhan i Kina om flere tilfælde af en hidtil ukendt lungebetændelse, der viser sig at være meget farlig og ekstrem smitsom. Virussen med det officielle navn COVID-19¹ har efterfølgende lagt hele verden ned.

På tidspunktet for udbruddet havde ingen forestillet sig, hvilken voldsom indflydelse det kom til at have på vores dagligdag og samfund. COVID-19 viser sig at være en superspreder, der hurtigt påvirker Asien, Europa og derfra resten af verden. Generaldirektør fra World Health Organization påberåber, at der er tale om en global pandemi².

Den 11. marts 2020 klokken 20:30 lukker Danmark ned. Nedlukningen betyder restriktioner for at bremse den voldsomme smittespredning, der medfører, at befolkningen skal holde sig indendørs. De danske finansielle markeder falder voldsomt under nedlukningen. Det varer ikke længe, før de finansielle markeder genvinder det tabte og stiger yderligere 50 % i perioden marts til juli. Udviklingen afspejler, at Danmark har en stærk medicinalindustri, der under COVID-19 fortsat har tjent penge og været omstillingsparate³.

Koncerner skal genoverveje placeringen af deres immaterielle aktiver, da det kan have store konsekvenser, hvis en given situation skulle gentage sig, eller at der sker yderligere restriktioner som følge af COVID-19. Italien har været meget hårdt ramt sundhedsmæssigt og økonomisk, hvorfor koncernselskaber kan omstrukturere produktion og funktioner til andre lande, der håndterer krisen anderledes.

Moderselskaber skal overholde *Transfer Pricing Guidelines 2017* i værdiansættelsen af kontrollerede transaktioner med immaterielle aktiver som genstand. Immaterielle aktiver er ofte unikke og svære at værdiansætte til markedsværdi. COVID-19 har vist, at vi lever i en globaliseret verden, der på ekstrem kort tid kan forandre sig og ændre vores opfattelse af værdiskabelse.

Afhandlingen undersøger udfordringer ved COVID-19 for danske moderselskaber i 2020, og hvordan en COVID-19-vaccine kan værdiansættes i en omstrukturering.

¹ <https://www.who.int/news-room/detail/27-04-2020-who-timeline---covid-19>

² <https://www.who.int/news-room/detail/27-04-2020-who-timeline---covid-19>

³ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/vildt-corona-comeback-danske-aktier-er-blevet-50-procent-mere-vaerd-paa-fire-maaneder>

1.1 Formål

Denne afhandling har til hensigt at gennemgå, hvilke overvejelser moderselskaber skal gøre i en verden med COVID-19. Det er aktuelt, når der udarbejdes en værdiansættelse af immaterielle aktiver i en koncernintern omstrukturering, hvor aktivitet og aktiver flyttes på tværs af landegrænser. COVID-19 er for alvor i 2020 blevet et verdensomspændende økonomisk og sundhedsmæssigt problem. Derfor gennemgår afhandlingen pandemiens påvirkningerne på et dansk moderselskab, der står midt i en koncernintern omstrukturering.

1.2 Problemformulering

Hvordan påvirker TP Guidelines et dansk moderselskab i en multinational koncern, der skal prisfastsætte immaterielle aktiver, som flyttes i en koncernintern omstrukturering, og hvilken betydning har COVID-19?

1.3 Undersøgelsesspørgsmål

1. Hvordan er vejledningen i OECD's TPG-kapitel 1 afsnit D, og hvilke områder skal et moderselskab have særligt fokus på i anvendelse af armslængdeprincippet og håndtering af påvirkninger fra COVID-19?
2. Hvordan er vejledningen i OECD's TPG-kapitel 6, og hvilke områder skal et moderselskab have særligt fokus på i fastlæggelsen og håndteringen af immaterielle aktiver og påvirkninger fra COVID-19?
3. Hvordan er vejledningen i OECD's TPG-kapitel 9, og hvilke områder skal et moderselskab have særligt fokus på, når immaterielle aktiver flyttes i forbindelse med en intern omstrukturering, hvor forhold er påvirket af COVID-19?
4. Hvordan foretages værdiansættelsen af immaterielle aktiver i en intern omstrukturering påvirket af COVID-19, og hvilke forhold skal et moderselskab have særligt fokus på, når der ikke er sammenlignelige immaterielle aktiver?
5. Den oparbejdede viden fra afhandlingens teoretiske kapitler samt undersøgelsen af COVID-19's indflydelse heraf, vil illustreres i en egenudviklet case om et dansk moderselskab i en multinational koncern, der foretager en intern omstrukturering i 2020.

1.4 Afgrænsning

Afgrænsningen understøtter besvarelsen af problemformuleringen og sikrer en struktureret besvarelse. Læser kan være et dansk moderselskab og andre personer med interesse for *Transfer Pricing*. Læser har et grundlæggende kendskab til *Transfer Pricing*, dansk skattelovgivning og et indgående kendskab til værdiansættelsesteori. Der udarbejdes ikke en TP-dokumentation, men der fremhæves elementer ved de konkrete problemstillinger.

Vi fokuserer på TPG kapitlerne 1, 6 og 9 om armslængdeprincippet, immaterielle aktiver og omstruktureringer, da afhandlingen behandler en egenudviklet case med et immaterielt aktiv i en omstrukturering.

Vi vil i den egenudviklede case udarbejde en værdiansættelse, der tager udgangspunkt i indkomstmetoden og DCF-modellen. I casen behandler vi et unikt immaterielt aktiv uden sammenlignelige reference-transaktioner. TPG anerkender ikke, at omkostninger er et udtryk for værdi, hvorfor vi ikke benytter omkostningsmetoden eller markedsmetoden. I værdiansættelsen anvender vi *The Enterprise Value Approach*, da tilgangen fokuserer på den totale markedsværdi.

I den egenudviklede case udarbejder vi fiktive informationer, der afspejler virkeligheden per 1. september 2020. Casen tager udgangspunkt i kontrollerede transaktioner mellem koncernselskaber, der minder om danske aktieselskaber. Vi berører ikke joint ventures, faste driftssteder o. lign., samt afgrænser os fra moms og told.

Vi forholder os til informationer til og med 1. september 2020, der er relevante for de områder, som undersøges i afhandlingen.

2. Metode

2.1 Videnskabsteoretisk tilgang

Den videnskabsteoretiske tilgang anvendt i denne afhandling er kritisk realisme, som er et videnskabeligt paradigme. Paradigmets fokus er på, at verden eksisterer og fungerer i en form, uanset hvordan vi mennesker har forskellige forestillinger om, hvordan den fungerer⁴. Kritisk realisme angiver en hovedtanke, hvor forskernes viden bliver tilsvarende virkeligheden. Forskerne er derfor med til at danne verden og den forestilling, vi har omkring den. Denne videnskab er relevant i undersøgelsen af den tværvidenskabelige praksis ved brug af praktisk og teoretisk viden.

Brugen af OECD's *Transfer Pricing Guidelines* (TPG), som i øvrigt benyttes af 137 lande og anses som en anerkendt vejledning til fastsættelse af priser mellem koncernselskaber, bevirker, at der eksisterer en virkelighed, hvor TPG anvendes i koncerninterne omstruktureringer og værdiansættelse af aktiver. Afhandlingen er underlagt det videnskabsteoretiske paradigme kritisk realisme, hvor de antagelser, som forskerne gør om verden, antagelser om tilgængelighed af og metoden for at opnå viden påvirker måden, hvor påstande, undersøgelser, konklusioner og anbefalinger udarbejdes.

Ontologien er grundlaget for dannelsen af viden, hvilket i denne afhandling danner udgangspunktet for vores kendskab om verden, der allerede eksisterer, om *Transfer Pricing*, værdiansættelse, omstruktureringer og COVID-19. Den anvendelsesorienterede tilgang understøtter afhandlingens problemfelt. Genstandsfeltet om COVID-19 og *Transfer Pricing* understøtter, at de kausale relationer kan være åbne, strukturerede og observerbare⁵.

2.2 Metodisk tilgang

Afhandlingen struktureres ud fra en analyse af den gældende lovgivning og anbefalinger for *Transfer Pricing*. Det danner grundlag for en praktisk anvendelse på den egenudviklede case. Sammensætningen af et skatte- og værdiansættelsesperspektiv skaber rammerne for en inspiration til et moderselskab, der overvejer en omstrukturering. Den retsdogmatiske videnskabelige metode benyttes i analysen af det juridiske område.

⁴ Juul & Pedersen (2012)

⁵ Fuglsang & Olsen (2005)

Retskilderne analyseres for at danne grundlag for en gyldig, gældende, ret⁶. Den juridiske metode har fokus på selve undersøgelsen og vurderingen bag de systematiserede retsdogmatiske analyser. Retskilder inddeles i; regulering, retspraksis, retssædvane og i forholdets natur, hvor hver af disse har sit eget omfang af objektivitet. Disse skal vurderes i forhold til objektiviteten, således at det skaber en struktureret besvarelse, hvor retskilden med størst objektivitet benyttes som den første i analysen⁷. Afhandlingen tager i undersøgelsen udgangspunkt i en objektiv fortolkning af gældende retskilder, hvilket danner grundlag for den videre anvendelse af retskilderne i udarbejdelsen af den egenudviklede case. Afhandlingen undersøger juridiske problemstillinger ved fortolkninger af retskildernes retstilstand. Afhandlingens validitet opretholdes, ved at den juridiske metode følges og skaber et sammenligneligt resultat, som andre jurister ville komme frem til på baggrund af den samme for forståelse og fortolkningsstil i den hermeneutiske retsteori. Denne metode og gældende retsregler resulterer i *de lege lata*, gyldig gældende retslig fortolkning⁸.

En concerns omstrukturering kan resultere i samfundsmæssige konsekvenser, og det kan give udfordringer i forhold til overdragelsen af aktiver, hvorfor afhandlingen tillægger det retsøkonomiske perspektiv til det retsdogmatiske. Samfundsvidenskabelige analyser søger at afdække problemer og mekanismer gennem en tilegnelse og produktion af viden. Den økonomiske analyse tillagt med den juridiske analyse resulterer i en integreret analyse⁹. Analysen af gældende retspraksis og herefter den praktiske anvendelse af denne retspraksis i en egenudviklede case, viser en praktisk anvendelig afhandling. Der er usikkerheder omkring den praktiske anvendelse af den juridiske metode, som er begrundet i forståelsen af sproget for den enkelte retlige fortolker. Det kan resultere i forskellige forståelser og implementeringer af gældende international og dansk ret. Det juridiske arbejde med forskellige retskilder viser samspillet mellem retskildelæren og den retsdogmatiske fortolkning af samme¹⁰.

I praksis udarbejdes værdiansættelser ofte med en fundamentalanalytisk tilgang, hvori den strategiske analyse sammen med en regnskabsanalyse danner grundlag for den videre budgettering, hvilket er fundament for værdiansættelsen af et givent aktiv ud fra en kapitalværdibaseret tilgang. Denne afhandling fokuserer alene på tilgangen til en værdiansættelse, samt hvordan man i praksis kan anvende teoretiske

⁶ Tvarnø & Nielsen (2017)

⁷ Tvarnø & Nielsen (2017)

⁸ Tvarnø & Nielsen (2017)

⁹ Tvarnø & Nielsen (2017)

¹⁰ Tvarnø & Nielsen (2017)

modeller til at foretage en egentlig værdiansættelse af et immaterielt aktiv. Dette gøres med en struktureret tilgang, hvor begrebet værdiansættelse og tilhørende komponenter præsenteres for at danne grundlag for den praktiske anvendelse på et aktiv, i en koncernintern omstrukturering. Den metodiske tilgang er således kvantitativ med fokus på især videnskabelig anerkendt tilgængelig faglitteratur samt Skattestyrelsens juridiske vejledning (JV). I den egenudviklede case er finansielle informationer konstrueret og konkretiseret i sådan grad, at læser præsenteres for en praktisk anvendelig besvarelse af problemformuleringen.

2.3 Relevante retskilder og brugen af data

Dette afsnit omhandler anvendelsen af relevante retskilder og brugen af data som inputgrundlag til besvarelse af problemformuleringen. Denne konkretisering af det anvendte data skal medvirke til en forståelse af input i afhandlingen og en vurdering af retskildeværdien samt pålideligheden og gyldigheden af anvendte data.

Vi anvender primær og sekundære data. Afhandlingens undersøgelser af *Transfer Pricing* anbefalingerne tager udgangspunkt i teorier og empirisk materiale, der understøtter og danner grundlag for den praktiske tilgang, et dansk moderselskab kan anvende i en omstrukturering. De anvendte data er opdelt, som følger:

Primær data	Sekundær data
OECD's Transfer Pricing Guidelines 2017 (TPG)	Faglitteratur
Afskrivningsloven § 40 (AL)	Hjemmesider
Ligningsloven § 2 (LL)	Uafhængige rapporter
Statsskatteloven § 4 - 6 (SL)	Faglige vejledninger

Figur 1 - Anvendte datakilder – (egen tilvirkning)

Sekundære kilder kan være genstand for forfatteres egen subjektivitet. Derfor er der alene udvalgt data på baggrund af validiteten og reliabiliteten samt relevansen i besvarelsen af problemformuleringen¹¹.

¹¹ Andersen, Ib (2009)

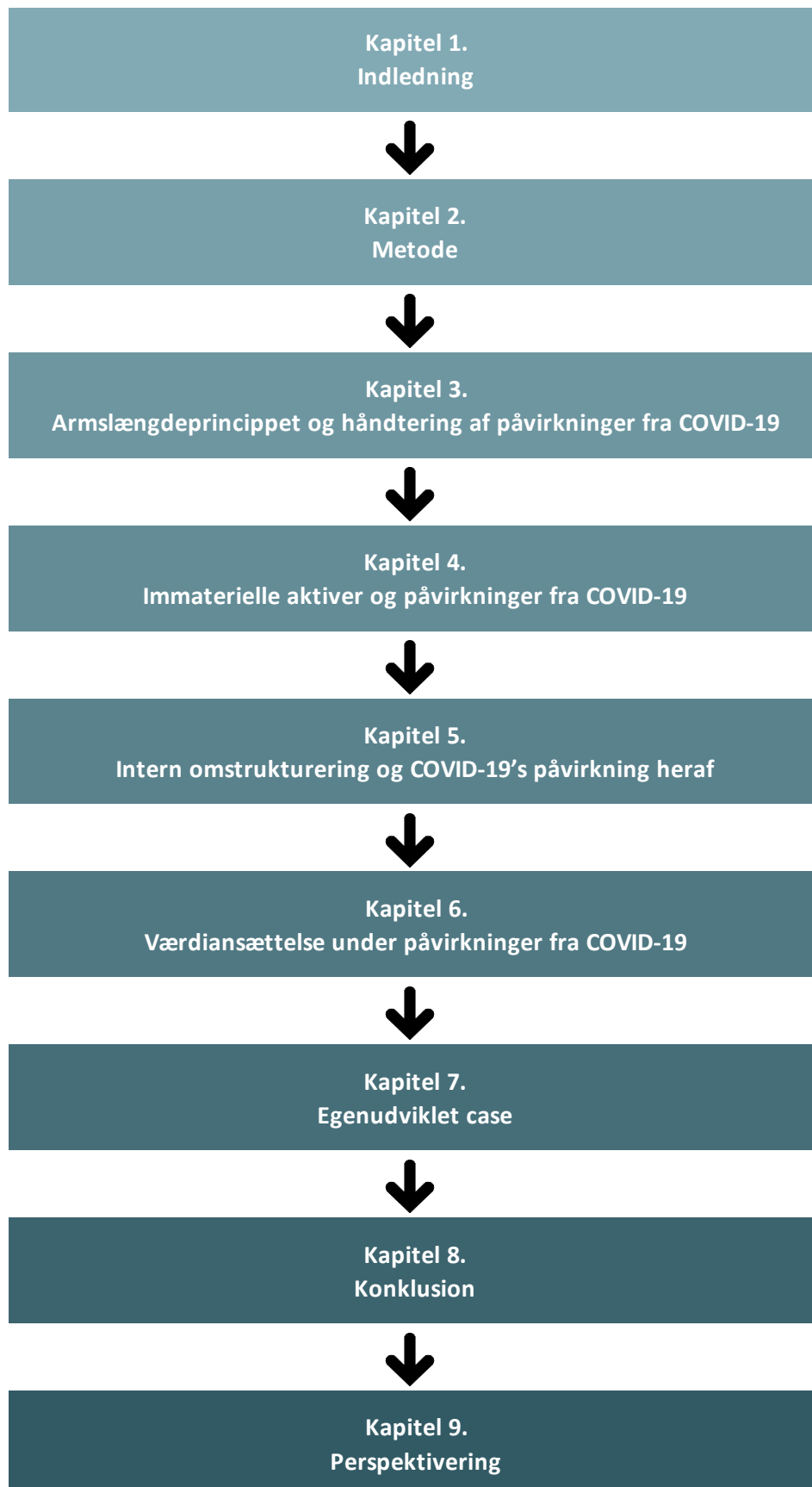
2.4 Validitet og reliabilitet

Samspillet mellem gyldigheden af data og relevansen af data resulterer i datagrundlagets validitet og reliabiliteten. Det skaber en præcis dataindsamling og metodebehandling af data¹². Afhandlingen anvender relevant dansk lovgivning, faglitteratur samt faglige vejledninger for at være i stand til at underbygge validiteten og reliabiliteten af de dragne konklusioner. I afhandlingen anvendes alene data, der er offentligt tilgængeligt for studerende, professionelle rådgivere og retslige instanser. Den egen-konstruerede case er udarbejdet for at skabe et praktisk anvendeligt grundlag for værdiansættelsen af et immaterielt aktiv i en koncernintern omstrukturering. Den kildekritiske tilgang til brugen af data sikrer en høj pålidelighed og validitet af afhandlingens dragne anbefalinger og konklusioner. Disse er resultatet af en grundig bearbejdelse af relevante retskilder og teori, der bliver sammenholdt med et praktisk eksempel på en virkelighedsnær case i en tid med COVID-19.

2.5 Afhandlingens struktur

Afhandlingens struktur er illustrativt vist i følgende figur, der giver læser et overblik over kapitlerne i afhandlingen. Afhandlingen er delt op, således at indledningen og metodeafsnittet fremgår af kapitel 1 og 2. Herefter følger kapitel 3, 4 og 5 om henholdsvis armslængdeprincippet, immaterielle aktiver og interne omstruktureringer. Disse kapitler fokuserer særligt på udfordringerne ved COVID-19. Dernæst giver kapitel 6 et indblik i, hvordan man foretager en værdiansættelse under påvirkninger fra COVID-19, hvorefter kapitel 7 er den egenudviklede case, der anvender den præsenterede teori i et praktisk eksempel, hvor en COVID-19-vaccine værdiansættes og overdrages i en intern omstrukturering. Derefter fremgår afhandlingens konklusion i kapitel 8, og afslutningsvis skaber perspektiveringen i kapitel 9 en afrunding af afhandlingens problemstilling.

¹² Andersen, Ib (2009)



3. Armslængdeprincippet og håndtering af påvirkninger fra COVID-19

3.1 Indledning

Dette kapitel omhandler armslængdeprincippet og COVID-19's indflydelse. Transaktioner, der skabes via markeds kræfterne, er et resultat af pris og vilkår, der indgås mellem uafhængige parter¹³. Markeds kræfterne har ikke indflydelse på kontrollerede transaktioner, da disse sjældent vil være påvirket af de faktorer, der er under normale markedsforhold¹⁴. Koncernforbundne selskaber benytter armslængdeprincippet for at sikre, at koncernselskaberne handler, som var de uafhængige parter.

3.2 Sammenlignelighedsfaktorer og hvordan COVID-19 påvirker disse

Transaktioner mellem koncernforbundne selskaber værdiansættes med udgangspunkt i armslængdeprincippet. Et grundlæggende element består i at sammenligne kontrollerede transaktioner med ikke-kontrollerede transaktioner. Sammenligningen gør det muligt at prisfastsætte genstanden på markedsvilkår. TPG anbefaler, at koncernselskaber benytter interne referencetransaktioner med højere kvalitet og fuldstændighed end eksterne referencetransaktioner. Problemet med de interne referencetransaktioner er, at de fem sammenlignelighedsfaktorer ikke er opfyldt. Moderselskaber ender i stedet med at søge efter eksterne referencetransaktioner. Der er ikke nogen sammenlignelige referencetransaktioner ved unikke immaterielle aktiver. Moderselskaber udarbejder derfor værdiansættelser med udgangspunkt i fremtidige pengestrømme. TPG oplister fem sammenlignelighedsfaktorer, der skal hjælpe moderselskaber med at finde sammenlignelige transaktioner. Disse er *kontraktvilkår*, *funktionsanalyse*, *realydelsen*, *økonomiske omstændigheder* og *forretningsstrategier*¹⁵.

3.2.1 Kontraktvilkår

Vilkårene for en kontrolleret transaktion formaliseres i en intern aftale, der er en del af TP-dokumentationen. I den interne aftale fremgår opdeling af ansvar, rettigheder og forpligtelser, identificerede risici og værdiansættelse af genstanden¹⁶. Koncernselskabernes interesser skal udtrykkes i kontraktvilkårene. Det sikrer, at armslængdeprincippet overholdes¹⁷.

¹³ OECD TPG 2017, ART. 1.2

¹⁴ OECD TPG 2017, ART. 1.3

¹⁵ OECD TPG 2017, ART. 1.33 – 1.36

¹⁶ OECD TPG 2017, ART. 1.42

¹⁷ OECD TPG 2017, ART. 1.46

Brancher og lande er påvirket forskelligt under COVID-19. Det medfører, at koncernselskaber i specifikke brancher og lande ikke kan opfylde de vilkår, der fremgår af de interne aftaler. Det kan være koncernselskaber, der handler med koncernselskaber i andre lande, hvor indrejseforbud gør, at de ikke kan overholde deres forpligtelser i de interne aftaler. I en centraliseret struktur påvirkes principalselskabet af, at kontraktproducenten ikke lever op til den interne aftale. Vejledningen i TPG henviser til, at ændringer i kontraktvilkårene medfører, at der opstår en ny transaktion med de faktuelle forhold som kontraktvilkår¹⁸.

Kontraktproducenten kompenseres for sine ekstraordinære omkostninger i en *year end adjustment* ned til 1. kvartil. Udgangspunktet er en *TNMM net cost plus* aflønning svarende til median i en benchmark-analyse af uafhængige kontraktproducenter. Principalen bærer den primære markedsrisiko og de primære ekstraordinære omkostninger, men koncernens kontraktproducent får en lavere positiv indtjening svarende til 1. kvartil. Principalen vurderes ikke at kunne undgå sin markedsrisiko ved at henvise til et force majeure-forhold¹⁹.

TPG vejleder om ændrede kontraktvilkår, og ikke hvordan et force majeure-forhold har indflydelse på den interne kontrakt. Vejledningen kan derfor uddybes med en beskrivelse af, hvordan koncernselskaber skal håndtere force majeure-forhold i ændringen af kontraktvilkårene. Principalen skal i de interne aftaler indarbejde klare retningslinjer for, hvordan aflønningen af *low risk* koncernselskaber skal være under pandemier som COVID-19.

3.2.2 Funktionsanalyse

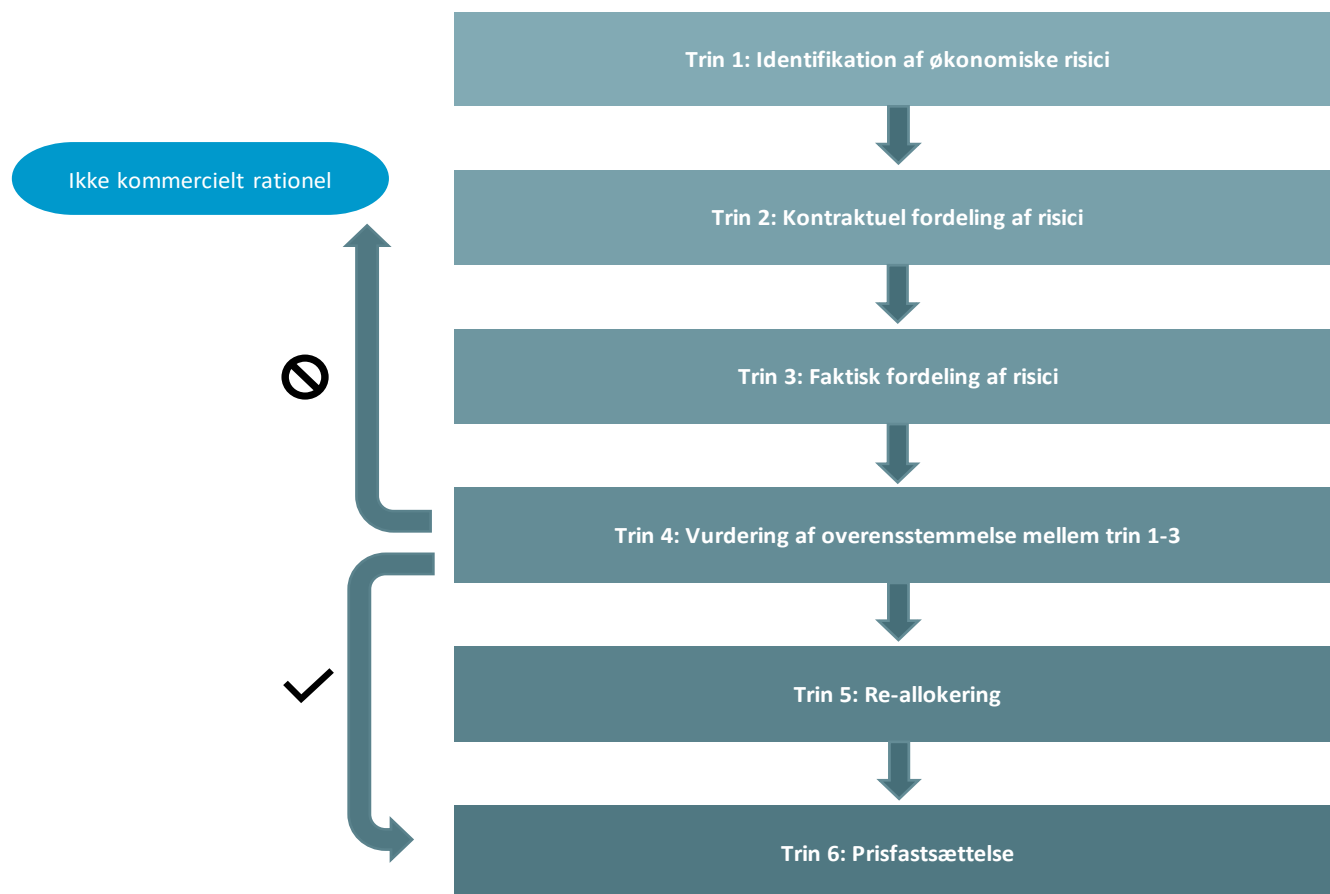
Funktionsanalysen undersøger funktioner, risici og aktiver, som koncernselskaberne bidrager med. Moderselskaber skal fokusere på, hvem der tager beslutninger om forretningsstrategien og de tilhørende risici²⁰. Der skal være overensstemmelse mellem koncernselskabernes bidrag, risici og compensation. TPG anbefaler at koncernen udarbejder en 6-trinsanalyse som led i prisfastsættelse af de kontrollerede transaktioner²¹.

¹⁸ OECD TPG 2017, ART. 1.47

¹⁹ OECD TPG 2017, ART. 1.78

²⁰ OECD TPG 2017, ART. 1.51

²¹ OECD TPG 2017, ART. 1.60



Figur 2 – OECD's 6 trins analyse ud fra TPG ART 1.60 – (egen tilvirkning)

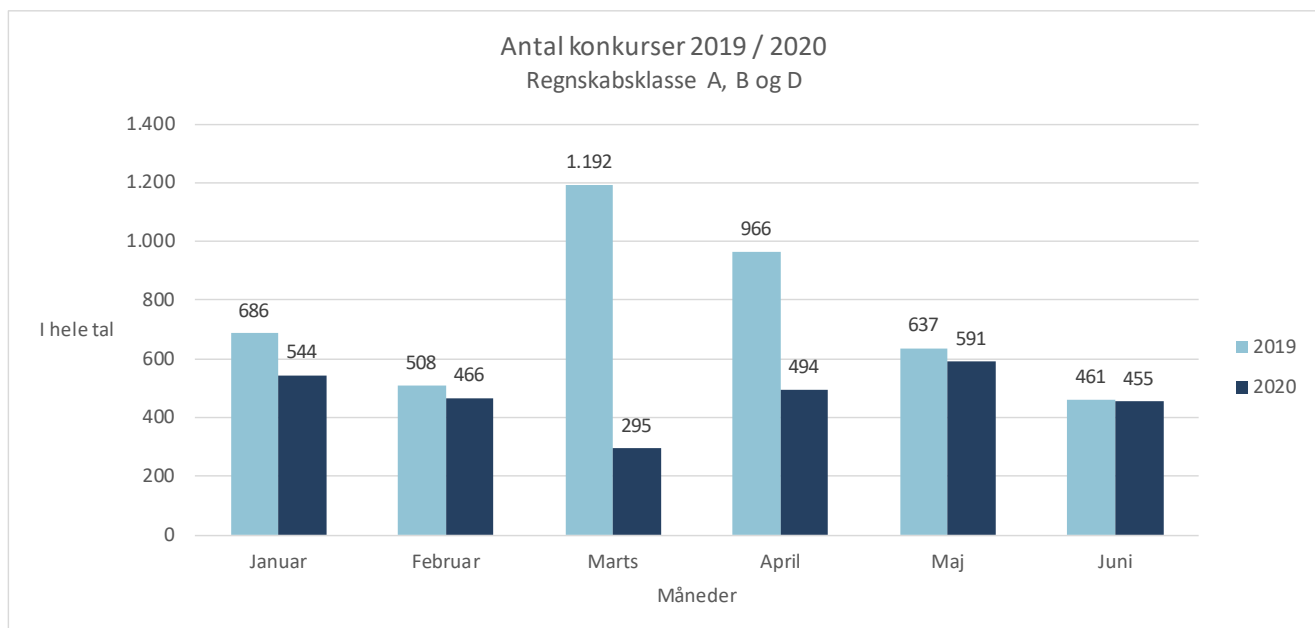
1. Identifikation af økonomiske risici

TPG anser, at økonomiske risici opstår ved forskellige handlinger. Principalselskabet bærer de primære markedsrisici, og principalen udfører og træffer beslutninger der forventes at generere det størst mulige afkast til lavest mulige risiko. COVID-19 har forøget principalens risiko, og det er vigtigt at TP dokumentationen forklarer disse forhold så præcist som muligt og kvantificerer årets resultat²². Principalen træffer beslutninger på baggrund af undersøgelser af markedstendenser og den økonomiske situation med inddragelse af politiske og sociale ændringer i samfundet. Det er vigtigt, at moderselskaber tager højde for de faktiske forhold i identifikationen af de økonomiske risici. TPG fremhæver, at der er fem typer af risici forbundet med en transaktion.

²² OECD TPG 2017, ART. 1.71

Strategiske eller markedsrisici

Strategiske risici og markedsrisici er de eksterne faktorer, der påvirker gennem politiske, regulatoriske begivenheder, sociale og teknologiske forhold. COVID-19 har gjort, at regeringer verden over har indført restriktioner, der har medført ændringer i forbrugeradfærden. Det har gjort, at brancher som hotelbranchen har været påvirket af ind- og udrejserestriktioner. Colliers International har opgjort, at bookinger falder med 90 % fra d. 14. marts til d. 8. juni 2020 tilsvarende samme periode i 2019. Det medfører et fald i den gennemsnitlige omsætning per værelse fra 608 DKK til 51 DKK.²³ Den danske regering har indført hjælpepakker, der holder hånden under det danske erhvervsliv i COVID-19-krisen. Hjælpepakkerne har været med til at sørge for, at færre danske selskaber ikke er gået konkurs i første halvår af 2020 sammenholdt med 2019, der fremgår af figuren nedenfor.



Figur 3 – Oversigt over antal konkurser i 2019 / 2020 – (egen tilvirkning på baggrund af data fra Danmarks Statistik²⁴)

FSR forventer, at befolkningen vil fastholde sit nye tillagte forbrugsmønster, og at antallet af konkurser stiger inden for turisme og kulturelle oplevelser, når hjælpepakkerne udløber. Det medfører en tilpasning i erhvervslivet, der imødekommer det nye forbrugsmønster²⁵. Principalen skal vurdere risikoen for, at kontraktproducenter påvirkes negativt af følgevirkningerne af COVID-19, og at hjælpepakkerne udløber.

²³ <https://www2.colliers.com/da-DK/News/2020-06-16-hotelbranchen-efter-corona-PULS>

²⁴ <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/erhvervslivet-paa-tvaers/virksomhedernes-udvikling/konkurser>

²⁵ <https://www.fsr.dk/corona-konkurser-faerre-konkurser-i-juni?fbclid=IwAR3Fg8bsScp860Rzbh0hTlxAF2s-Jmr5ECNQCSv5WrBZxoKlvCqCZjfQJl>

Løsningen er, at principalselskaber løbende vurderer følgevirkningerne af COVID-19 hos kontraktproducenterne, der kan medføre, at de ikke opfylder kontraktvilkårene. Dertil skal principalselskaber undersøge, om der findes alternative løsninger, der bedre understøtter en stabil forsyningskæde og drift. Det kan være en midlertidig eller permanent intern omstrukturering, hvor aktiviteten flyttes til et andet koncernselskab, der har håndteret følgevirkningerne fra COVID-19 bedre.

Den danske medicinalindustri har under COVID-19 ikke været påvirket af restriktionerne i samme grad som hotelbranchen og har haft mulighed for at opretholde sin produktion²⁶. Tyskland, Sverige og USA har oplevet fald i medicinalproduktionen, der medførte en stigende efterspørgsel efter danske medicinalprodukter²⁷. Det viser, at den danske medicinalindustri i krisetider er mindre konjunkturfølsom. I USA har Donald Trump foreslået fire dekretter, der medfører begrænsninger i salgsprisen samt billigere import af medicin²⁸. Moderselskaber skal være opmærksomme på, at der kan indføres produktions- og salgsrestriktioner ved medicinalprodukter, der betyder øgede omkostninger og lavere indtjening hos principalen.

Infrastruktur og operationelle risici

Koncernselskaber tager beslutninger, der påvirker de interne processer. Det viser et koncernselskabs stabilitet og operationelle drift. I en centraliseret koncernstruktur er det principalselskabet, der kontrollerer og træffer strategiske beslutninger. Det medfører, at principalen fastsætter retningslinjer til *low risk* selskaber. Principalen bærer markedsrisikoen, når koncernens aktiviteter bremses, reduceres eller øges under en *lock down*. VW-koncernen måtte i marts 2020 nedlukke produktionen som følge af spredningen af COVID-19, hvilket betød et ugentligt tab på 15 mia. DKK frem til maj. Koncernen har ændret interne processer for at minimere denne smittefare²⁹. Moderselskaber skal tage stilling til, at de interne processer understøtter produktionen og skal kunne tilpasses i sundhedsmæssige og økonomiske kriser.

Finansielle risici

De finansielle risici relaterer sig til koncernselskabets økonomi og likviditetsstyringen, *cash flows* generering og lign. Det kan være eksterne og interne faktorer, der har indflydelse på den økonomiske situation.

²⁶ https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=29887&fbclid=IwAR19wSpcVQ5c_vNt8Au6y_PxfMZ49IGP-bAW9831B7v3cFybgANd22fQYo34

²⁷ <https://ugebrev.dk/flashnews/finans-flashnews/bank-dansk-industri-ikke-saa-haardt-ramt-som-ventet/>

²⁸ <https://borsen.dk/nyheder/generelt/trump-giver-med-dekreter-ordre-til-lavere-priser-paa-medicin1>

²⁹ <https://finans.dk/okonomi/ECE12043683/bilgigant-taber-90-mio-kr-i-ti-men/?ctxref=ext&fbclid=IwAR2xgwZL8Fu70Belm1VO17Ytqm1G1-Lc3fxW-27vHk2I0zzuiMcSagGd7h4>

Eksternt kan det være en finanskrisen eller lignende makroøkonomiske tendenser, der påvirker den finansielle position. Internt er det processer, der relaterer sig til kontrol af økonomien, investeringsbeslutninger og lign. OECD har vurderet, at COVID-19 er århundredets største trussel. Det skyldes den hastighed, pandemien har spredt sig med, og de efterfølgende restriktioner. OECD har vurderet, at der i slutningen af 2020 er to mulige scenarier, der medfører, at Danmark oplever fald i BNP på -5,8 % eller -7,1 %. Danmark er et af de OECD-lande, der kommer mest smertefrit gennem krisen³⁰. Den danske BNP falder med -7,3 % i andet kvartal af 2020, der er et større fald end under finanskrisen, der lavest målte -2,4 %. Udviklingen i resten af 2020 afhænger af, hvorvidt eksportlande er tilbage på en normal efterspørgsel³¹.

Transaktionsrisici

Transaktionsrisici er ofte forbundet med prisfastsættelsen og betalingsvilkår, som COVID-19 kan påvirke. Det er vigtigt, at prisfastsættelsen og betalingsvilkår er på markedsvilkår. COVID-19 er en mere omfattende krise, der påvirker flere dele af samfundet, hvor finanskrisen primært berørte den finansielle sektor og boligmarkedet³². Det er svært at finde referencetransaktioner påvirket af samme forhold for at sikre, at markedsvilkår overholdes. Det seneste datagrundlag er fra 2019, hvor Danmark var i en højkonjunktur³³. Under COVID-19-krisen skal moderselskaber lave justeringer til prisfastsættelsen og betalingsvilkårene, der afspejler den nuværende markedssituation. De foretagne justeringer må ikke påvirke sammenligneligheden til referencetransaktionerne i en væsentlig grad.

Hazard risici

Dette er eksterne risici, hvor det er skadelige begivenheder, der opstår. Det kan være naturkatastrofer eller en pandemi som COVID-19. Denne form for risici kan ofte afværges med en forsikring, hvis et selskab finder det anvendeligt og nyttigt. En forsikring fjerner sjældent den fulde risiko, da potentielle og fremtidige tab er upålidelige at opgøre i forsikringsbetingelserne. Det må kræve, at moderselskabet er vidende om, at der kan opstå pludselige begivenheder, der er skadelige. Forsikringskontrakter kan indeholde et force majeure-forhold mellem principalselskabet og forsikringsselskabet, der kan minimere potentielle tab.

³⁰ <https://www.oecd.org/economic-outlook/june-2020/>

³¹ <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=30084>

³² <https://finans.dk/okonomi/ECE12007712/er-dette-en-ny-finanskrisen-her-er-forskelle-og-ligheder-fra-de-hektiske-dage-i-2008/?ctxref=ext>

³³ https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2019/03/ANALYSE_Nr%207_%20Udsigter%20for%20dansk%20%C3%B8konomi%20-%20marts%202019.pdf

2. Kontraktuel fordeling af risici

De risici, der fordeles mellem koncernselskaberne, fremgår af den kontrakt, der ligger til grund for transaktionen. Risici kan være eksplicite og implicite. Den kontraktuelle fordeling af risici skal afspejle koncernselskabernes faktiske adfærd, der viser, hvem der er principalselskabet og hvilke, der er *low risk* koncernselskaber. Resultatallokeringen kan være skævvredet, da kontraktvilkårene ikke giver et retvisende billede af, hvem der bærer de enkelte risici. TPG fremhæver, at en betingelse for transaktionen er, at der udarbejdes en fuldstændig fordeling af alle risici på transaktionstidspunktet. I en centraliseret koncernstruktur betyder det, at principalselskabet bærer markedsrisici, da det er i kontrol over risici og de strategiske beslutninger. I en decentraliseret struktur er risici fordelt lokalt ud blandt koncernselskaberne, hvor de kontrollerer den risiko, som de bærer og den lokale indtægt eller tab, som COVID-19 medfører, tilfalder koncernselskaberne³⁴.

3. Faktisk fordeling af risici

Moderselskaber vurderer, hvilke af de identificerede risici som koncernselskaberne bærer, og om de har kontrol over disse. Det er vigtigt at undersøge, om koncernselskaberne økonomisk kan bære den risiko, som de pålægges, uden at have indflydelse på risikoen. De faktiske risici skal fremgå af kontrakten, for at der sker en fair og passende residualfordeling i forhold til påtagne risici³⁵.

4. Vurdering af overensstemmelse mellem trin 1-3

Dette trin er en analyse af overensstemmelsen mellem trin 1-3. Her vurderes, om de risici, der identificeres i trin 1, indgår som en del af transaktionsvilkårene. Moderselskaber skal undersøge, om de vilkår og risici, der faktisk er allokeret, er tillagt det korrekte selskab. Det undersøges, om der er en sammenhæng mellem de risici, selskaberne bærer, og deres tilsvarende økonomiske situation³⁶. I trin 4 er det muligt for moderselskaber at gå direkte videre til prisfastsættelsen i trin 6, hvis der er overensstemmelse mellem trin 1-3. Hvis ikke, skal moderselskaber gå til trin 5 og foretage en re-allokering af compensationen i form af en *year end adjustment*, som kan være at kontraktproducenter får en indtjening svarende til 1. kvartil. I en *IP Box* eller *Cash Box*, der er tomme selskaber uden ansatte, er substanskravet ikke opfyldt. Det skyldes, at der ikke er noget kommercielt rationale, hvorfor man udtræder af funktionsanalysen. Det skyldes, at skattemyndighederne ikke anerkender transaktioner til de selskabstyper. Moderselskaber skal derfor ikke anvende *IP Box* eller *Cash Box* i deres koncernstrukturer.

³⁴ OECD TPG 2017, ART. 1.78

³⁵ OECD TPG 2017, ART. 1.82

³⁶ OECD TPG 2017, ART. 1.87-1.88

5. Re-allokering

Moderselskaber skal undersøge, om der skal ske en re-allokering af risici til det koncernselskab, der reelt har kontrollen. Hvis undersøgelsen viser, at begge koncernselskaber har kontrol over risici, så skal risici allokere til den, der har mest kontrol, og den anden tildeles risici alt efter dets indflydelse på den tilhørende kontrolaktivitet³⁷. Det betyder, at en risiko, der er allokeret til et *low risk* selskab, skal re-allokeres til principalselskabet, der har kontrollen.

6. Prisfastsættelse

Ud fra de foregående trin i funktionsanalysen skal moderselskaber i trin 6 udarbejde en prisfastsættelse af transaktionen. TPG henviser til, at koncernselskabet, der bærer den største risiko, skal have den største del af over- eller underskuddet³⁸, hvilket i en centraliseret struktur er principalselskabet.

3.2.3 Realydelsen

Realydelsen har en betydelig vigtighed, da arten og kvaliteten i referencetransaktionen tages i betragtning. Moderselskaber skal undersøge realydelsens karakteristika, hvilket kan være materialiteten af et specifikt aktiv eller en servicetype. Et immaterielt aktiv kan være et patent, varemærke eller knowhow. I tilfælde af en service vil man undersøge arten og omfanget af den service, der leveres³⁹. Det kan have indflydelse på prisforskellen mellem referencetransaktionen og den kontrollerede transaktion.

3.2.4 Økonomiske omstændigheder i en COVID-19 krise

I sammenligningen af transaktioner er det nødvendigt at fokusere på de økonomiske omstændigheder, der påvirker transaktionsgrundlaget. TPG fremhæver, at markedet, hvor transaktionen foregår, kan have indflydelse på sammenlignelighedsgrundlaget, selvom transaktionsgenstanden er den samme. Det er vigtigt, at der ikke er væsentlige forskelle mellem de økonomiske omstændigheder, der gør, at justeringer kan have en indvirkning på prisen⁴⁰. TPG anbefaler følgende faktorer, der kan betragtes, når moderselskaber definerer det marked, hvor transaktionerne foregår.

³⁷ OECD TPG 2017, ART. 1.98

³⁸ OECD TPG 2017, ART. 1.100

³⁹ OECD TPG 2017, ART. 1.107

⁴⁰ OECD TPG 2017, ART. 1.110



Figur 4 – Oversigt over faktorer der påvirker markedsdefinitioner ud fra TPG ART 1.110 – (egen tilvirkning)

COVID-19 har været med til at ændre på de markedsmæssige vilkår, som transaktioner bliver foretaget under. Danmark har tilbudt hjælpepakker, der har dækket selskabers faste omkostninger, hvis selskaberne har haft et fald i omsætningen på 35 %⁴¹. TPG vejleder ikke i, hvordan økonomisk støtte fra regeringer påvirker sammenlignelighedsgrundlaget. Moderselskaber skal vurdere, hvordan økonomisk støtte fra regeringer kan påvirke sammenlignelighedsgrundlaget til referencetransaktioner. Økonomisk støtte kan være med til at normalisere selskabernes økonomiske omstændigheder. Det skaber et bedre sammenlignelighedsgrundlag til tidligere års referencetransaktioner, da effekter fra COVID-19 udlignes.

⁴¹ <https://www.bdo.dk/da-dk/kampagner/covid-19/hjaelpepakker/kompensation-for-faste-omkostninger>

Restriktioner som følge af COVID-19 har ændret forbrugernes købsadfærd. Det har medført, at der sker flere online-handler, og at efterspørgsel efter produkter relateret til indendørs brug stiger⁴². Konkurrencesituationerne på de forskellige markeder har ændret sig i takt med COVID-19-krisen. Tilbage i marts 2020 var der 60 aktører, der forskede i en potentiel COVID-19-vaccine⁴³, hvor der i slutningen af juli var 164⁴⁴. Det viser en intensivering af konkurrencesituationen på markedet for en COVID-19-vaccine. Moderselskaber kan drage fordel af et større sammenlignelighedsgrundlag, hvad angår selskaber. Pfizer har indgået en aftale med USA om levering af 100 mio. doser COVID-19-vaccine til USA for 12,7 mia. DKK.⁴⁵ Den øgede konkurrence skaber mere markedsinformation, og moderselskaber kan benytte sig af denne i sammenligningen af prisfastsættelsen i referencetransaktioner.

Moderselskaber kan overveje at ansøge om en APA, hvor transaktionsvilkårene drøftes mellem de kompetente skattemyndigheder i de respektive lande som transaktionen vedrører. En APA-proces kan tage flere år, og nogle afsluttes først efter transaktionstidspunktet. OECD kan overveje at udvide sine anbefalinger angående ekstreme begivenheder som COVID-19, da vejledningen på nuværende tidspunkt er mangelfuld i forhold til håndteringen af en pandemi. Yderligere TPG-vejledning kan være med til at reducere langvarige TP-kontroller i 2020 samt reducere tiden ved efterfølgende MAP-forhandlinger.

3.2.5 Forretningsstrategier

Det undersøges, om den kontrollerede og ikke-kontrollerede transaktion, der anvendes som reference-transaktion, har samme strategiske formål. Det strategiske formål kan have indvirkning på de vilkår og den pris, som et koncernselskab vil acceptere. Det kan have et strategisk formål om at udvide sit nuværende marked eller ekspandere til nye markeder. Koncernselskaber kan være villige til at acceptere tab for senere at omdanne tabet til et overskud⁴⁶. Tid er også et vigtigt aspekt i vurderingen af, om et koncernselskab følger en strategi i sammenligningen. Flere selskaber har tilpasset sine strategier og måden at tilgå markedet på under COVID-19. Telenor har valgt at lukke 13 ud af 39 fysiske butikker i Danmark⁴⁷,

⁴² https://fm.dk/media/18039/oekonomisk_redegoerelse_maj_2020_a.pdf

⁴³ <https://finans.dk/erhverv/ECE11994881/jagten-paa-en-coronavaccine-flere-end-60-aktoerer-verden-over-leder-efter-loesningen?ctxref=ext>

⁴⁴ <https://www.who.int/publications/m/item/draft-landscape-of-covid-19-candidate-vaccines>

⁴⁵ https://borsen.dk/nyheder/udland/usa-kaster-127-mia-kr-efter-100-mio-doser-af-mulig-covid-19-vaccine?fbclid=IwAR2D5V5Wq38Y9RrMFYCFIrNEXOBHMXbciOOudAyF5pJmnxN_qMUBT5DuNag

⁴⁶ OECD TPG 2017, ART. 1.115

⁴⁷ <https://www.telenor.dk/om-telenor/jobs/butik/>

da selskabet vurderer, at kunderne fremover ikke vil benytte fysiske butikker i samme grad. Derfor har selskabet valgt at investere i nye salgskanaler og digitale platforme⁴⁸. COVID-19 kan ændre moderselskabers strategier, hvorfor ændringerne skal vurderes, i forhold til om det væsentligt påvirker sammenlignelighedsgrundlaget.

I TPG fremgår der ikke anbefalinger til sammenlignelighedsanalysen, hvis der ikke findes markedsdata til prisfastsættelse af indtjeningen i et *low risk* koncernselskab. Det betyder, at der i 2020 og 2021 er mangel på data på transaktions- og selvangivelsestidspunktet. Moderselskaber skal være opmærksomme på manglende sammenlignelige referencetransaktioner i TP-dokumentationen. Deres TP-dokumentation skal derfor indeholde beskrivelser af, hvorfor der ikke er sammenlignelige referencetransaktioner, og hvilken indflydelse det har for transaktionerne. TPG er ikke tilstrækkelig på det punkt, og kan med fordel uddybe, hvordan indtjeningen kan fordeles, når der er tydelige mangler på data på de anførte tidspunkter.

3.3 Anerkendelse af den afgrænsede transaktion og COVID-19's påvirkninger

Sammenlignelighedsfaktorerne anvendes til at vurdere, om den afgrænsede transaktion kan anerkendes. Sammenligneligheden understøtter, at transaktionen er foretaget på markedsvilkår⁴⁹. Koncernselskaber vil forsøge at opnå konkurrencemæssige fordele over for det øvrige marked. Hvis en transaktion ikke kan anerkendes på armslængdevilkår, skal vilkårene ændres. De ændrede vilkår skal afspejle den faktiske transaktion, på vilkår, som begge koncernselskaber kan acceptere⁵⁰. I en centraliseret koncernstruktur skaber COVID-19 forskellige opfattelser af krisen for skattemyndighederne i principal og *low risk* landene. De forskellige opfattelser af transaktionen medfører, at der er usikkerhed om overholdelsen af armslængdeprincippet. Nemlig.com har under COVID-19 krisen oplevet en øget omsætning. Det skyldes de restriktioner, som den danske regering har indført, der har ændret forbrugsmønstre. Modsat har Danske Bank oplevet ekstraordinære omkostninger under krisen og afsat 1 mia. DKK til fyringer i 2020 og 2021⁵¹.

⁴⁸ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/telenor-lukker-butikker-og-opsiger-59-medarbejdere>

⁴⁹ OECD TPG 2017, ART. 1.120

⁵⁰ OECD TPG 2017, ART. 1.124

⁵¹ <https://borsenpro.dk/finans/nyheder/danske-bank-saetter-op-mod-en-mia-kr-af-til-fyringer-i-ar>

3.4 Tab og COVID-19 tabshåndteringen

Transaktioner kan foretages med det strategiske formål at ekspandere eller udvide til nye markeder. Det medfører, at koncernselskaber i en periode eller årrække kan lide acceptable tab. Hvis et koncernselskab lider tab i en længere periode, kan det ændre strategi eller lukke sine aktiviteter. På koncernniveau er det muligt at skabe overskud, hvor enkelte koncernselskaber er underskudsgivende. Hvis der er transaktioner mellem disse underskudsgivende koncernselskaber, kan tabet være udtryk for, at armslængdevilkårene ikke er overholdt⁵². Det skyldes, at uafhængige parter ikke indgår i tabsgivende transaktioner. COVID-19 skaber markedssituationer, hvor det er muligt at acceptere tabsgivende transaktioner, da alternativet ikke er bedre. I en centraliseret koncernstruktur er det principalen, der bærer markedsrisikoen, og under COVID-19 vil øgede omkostninger tilfalde principalen.

3.5 Offentlig regulering og følgevirkninger fra COVID-19

Offentlige reguleringer har indflydelse på kontrollerede og ikke-kontrollerede transaktioner. Hvis begge transaktioner er underlagt samme reguleringer, vil det være muligt at bruge den ikke-kontrollerede transaktion som referencetransaktion. I tilfælde af at transaktionen ikke er underlagt samme reguleringer, er det stadigvæk muligt at benytte den som referencetransaktion. I situationen skal moderselskaber foretage justeringer af pris og vilkår⁵³. Under COVID-19-krisen har regeringer verden over foretaget restriktioner, der har været med til at begrænse smittespredningen og sikre en kontrolleret genåbning af samfundene i juli 2020. Moderselskaber skal fokusere på de specifikke reguleringer, som de enkelte regeringer har indført. Offentlige reguleringer påvirker markedskræfterne, der har indvirkning på priser og vilkår, da disse påvirker udbud og efterspørgsel. Priser på transaktioner mellem koncernselskaber justeres i praksis sjældent. Det betyder, at moderselskaber skal undersøge, om uafhængige parter kræver en anden pris, for at hverken koncernselskaberne eller forbrugerne lider under dette⁵⁴.

3.6 Særlige markedsforhold

TPG fremhæver, om der er specifikke markedsforhold, der gør, at koncernselskaberne har opnået ekstraordinære omkostningsbesparelser eller haft øgede omkostninger⁵⁵. Moderselskaber skal i TP-dokumen-

⁵² OECD TPG 2017, ART. 1.129

⁵³ OECD TPG 2017, ART. 1.132

⁵⁴ OECD TPG 2017, ART. 1.133

⁵⁵ OECD TPG 2017, ART. 1.139

tationen nævne de påvirkninger, som COVID-19 har haft på koncernaktiviteterne under de særlige markedsforhold. TPG er tilstrækkelig i vejledningen af moderselskaber om anvendelsen af armslængdeprincippet for særlige markedsforhold, da disse indgår som en del af sammenlignelighedsfaktorerne.

3.7 Samlet arbejdsstyrke og påvirkninger fra COVID-19

Arbejdsstyrken, der har været med til at udvikle et immaterielt aktiv, kan indgå som en del af den kontrollerede transaktion. Det betyder, at koncernselskabet ikke skal oparbejde samme ekspertise, hvilket medfører lavere omkostninger ved overdragelsen⁵⁶. Moderselskaber skal overveje, om der sker en permanent eller midlertidig flytning af arbejdsstyrken. Ud- og indrejserestriktioner fra regeringer har medført, at arbejdsstyrken har udført arbejde fra andre steder end arbejdspladsen. Det kan resultere i en potentiel dobbeltbeskatning efter dansk skattelovgivning. Skattestyrelsen har udarbejdet et styresignal om midlertidige og vedvarende ændringer ved COVID-19. Skattestyrelsen fremhæver, ligesom OECD, at COVID-19 skaber midlertidige ændringer, der ikke har væsentlig indflydelse på de skattemæssige forhold⁵⁷.

I transaktioner med immaterielle aktiver kan arbejdsstyrken, der har været med til at udvikle det immaterielle aktiv, indgå som en del af transaktionen. COVID-19-krisen har medført, at overflytningen af arbejdsstyrken kan forsinkes som følge af regeringernes rejserestriktioner. TPG vejleder ikke om, hvordan prisfastsættelsen ud fra et armslængdeprincip skal behandles, når der sker forsinkelser i overflytningen af arbejdsstyrken. Vejledningen er derfor ikke tilstrækkelig, og kan med fordel uddybes med en anbefaling til moderselskaber, om forsinkelse i overflytning af arbejdsstyrken. Moderselskaber skal beskrive i TP-dokumentationen, om det er muligt at opretholde arbejdsstyrkens værdiskabelse af det immaterielle aktiv, eller om der skal ske en efterfølgende priskorrektion som følge af forsinkelsen i overflytningen af arbejdsstyrken.

3.8 Koncernsynergier og håndtering af indvirkninger fra COVID-19

Koncernsynergier kan enten være en fordel for koncernselskaberne eller en ulempe. Disse er unikke for den givne koncern og vil ikke fremgå af ikke-kontrollerede transaktioner. Koncernsynergiernes fordele og ulemper sammenholdes med, hvis koncernselskaberne ikke indgik i koncernen. Koncernselskaberne har mulighed for at opnå en bedre kredit-rating, hvis koncernen som helhed har en bedre kredit-rating, end koncernselskaberne enkeltvis. *Low risk* koncernselskaber kan være pålagt principalens administrative be-

⁵⁶ OECD TPG 2017, ART. 1.153

⁵⁷ <https://www.skat.dk/skat.aspx?oid=2296858&lang=da>

slutningshierarki, hvor de primære lån optages af principalen. Hvis *low risk* koncernselskaber har driftsrelaterede lån, skal aflønningen være stor nok til at dække finansieringsomkostningerne og give et netto overskud for *low risk* aktiviteten. I kontrollerede transaktioner er det vigtigt, at moderselskaber tager højde for fordelene eller ulempen ved koncernsynergierne.

TPG nævner koncernsynergier, der opstår i interaktionen mellem koncernselskaberne. Principalen skal dokumentere, at resultatfordelingen giver hvert af koncernselskaberne en armslængkompensation. Der kan opstå uenigheder mellem skattemyndighederne og koncernen i, hvordan de ekstraordinære omkostninger og indtægter fra lokale støtteordninger fordeles i 2020. TP-dokumentationen vil være præget af lokale restriktioner ved COVID-19 som påvirker opnåelsen af koncernsynergier i 2020. TPG er ikke tilstrækkelig på det punkt, og bør uddybes med en beskrivelse af, hvordan moderselskaber skal dokumentere disse forhold.

3.9 Delkonklusion

TPG-kapitel 1 vedrører anvendelsen af armslængdeprincippet ved kontrollerede transaktioner. I vurderingen af overholdelsen af armslængdeprincippet skal moderselskaber gennemgå de fem sammenlignelighedsfaktorer for at undersøge, om der er sammenlignelige referencetransaktioner. Disse faktorer omfatter *kontraktvilkår, funktionsanalyse, realydelsen, økonomiske omstændigheder og forretningsstrategier*. I overdragelsen af unikke immaterielle aktiver såsom en COVID-19-vaccine er der ikke nogen sammenlignelige referencetransaktioner. Det betyder, at moderselskaber skal udarbejde en værdiansættelse af de immaterielle aktiver, der tager udgangspunkt i fremtidige pengestrømme. Værdiansættelsen understøtter, at de immaterielle aktiver overdrages ud fra armslængdeprincippet, da selve værdiansættelsen baserer sig på offentligt tilgængelige data, som uafhængige parter også vil gøre brug af i deres værdiansættelse. Der kan i overdragelsen af de immaterielle aktiver indgå overflytning af arbejdsstyrken, der har været med til at udvikle de immaterielle aktiver. COVID-19-krisen har medført, at overflytningen af arbejdsstyrken kan forsinkes som følge af regeringernes rejserestriktioner. TPG vejleder ikke om, hvordan værdiansættelsen ud fra et armslængdeprincip skal behandles, når der sker forsinkelser i overflytningen af arbejdsstyrken.

I en centraliseret koncernstruktur er det principalen, der bærer markedsrisikoen i de kontrollerede transaktioner, og under særlige markedsvilkår såsom COVID-19 tilfalder øgede omkostninger principalen. Undersøgelsen viser, at brancher og lande er påvirket forskelligt under COVID-19-krisen, hvorfor koncernselskaber i særlige tilfælde ikke kan overholde de interne aftaler. TPG vejleder om ændrede kontraktvilkår,

men ikke hvordan et force majeure-forhold har indflydelse på den interne aftale. Det medfører, at armslængdekompensationen ændres, så den afspejler de faktuelle forhold, og der opstår derfor en ny transaktion. I 2020 og 2021 vil der være mangel på data på transaktions- og selvangivelsestidspunktet. TPG er derfor ikke tilstrækkelig på det punkt og kan med fordel uddybe, hvordan indtjeningen kan fordeles, når der er tydelige mangler på data på de anførte tidspunkter.

Moderselskaber skal under COVID-19-krisen have særligt fokus på, at de kontrollerede transaktioner sker ud fra armslængdeprincippet, selvom markedsvilkårene har ændret sig. Det medfører, at moderselskaber skal fokusere på følgende punkter:

- Hvilket koncernselskab der tager de forretningsstrategiske beslutninger og bærer de tilhørende risici, og om det har ændret sig under COVID-19-krisen.
- Om der sker en permanent eller midlertidig flytning af arbejdsstyrken i overdragelsen af de immaterielle aktiver.
- Hvilke faktiske forhold der gør sig gældende i de kontrollerede transaktioner, og hvordan armslængdekompensationen korrekt afspejler disse.
- At dokumentere de påvirkninger, som COVID-19 har haft på koncernaktiviteterne i TP-dokumentationen i 2020.

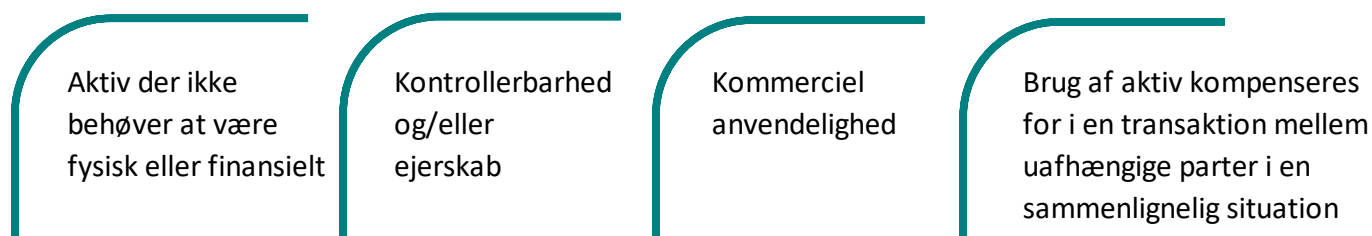
4. Immaterielle aktiver og påvirkninger fra COVID-19

4.1 Indledning

Dette kapitel omhandler definitionen af immaterielle aktiver i et dansk og internationalt perspektiv, prissættelsesmetoder og COVID-19's påvirkninger. Formålet er at belyse udfordringer vedrørende ejerskab, indkomstfordelingen og usikkerhed om værdien af immaterielle aktiver med fokus på armslængdeprincippet.

4.2 Definition af immaterielle aktiver

Immaterielle aktiver kan defineres i en skattemæssig og regnskabsmæssig sammenhæng. Definitionen af immaterielle aktiver ud fra dansk skatteret og TPG følger en intention om at beskrive noget, der ikke er finansielt eller fysisk⁵⁸. For at være i stand til at identificere immaterielle aktiver ud fra TPG henvises der til fire betingelser, der alle skal være opfyldte:



Figur 5 – OECD definerede kriterier for immaterielle aktiver ud fra TPG ART 6.6 – (egen tilvirkning)

TPG fremhæver, at et immaterielt aktiv er genstand for en nøjagtig identifikation. OECD har ikke opstillet en udtømmende liste af definitioner på forskellige immaterielle aktiver. Det danner grundlag for forskellige nationale begrebsafgrænsninger. Det gør, at en række forhold skal indgå i TP-dokumentationen. Disse forhold inkluderer en specifikation af aktivet, bidrag til værdiskabelsen, DEMPE-funktioner samt aktivets driftsmæssige interaktion med andre aktiver⁵⁹.

De immaterielle aktiver kan løbende være skattemæssigt fratrukket, hvor aktivet ikke fremgår af koncernens årsregnskab. Det er ikke et krav, at aktiverne er juridisk beskyttede. Der kan opstå situationer, hvor TPG anser et aktiv som immaterielt, men at aktivet ikke imødegår kriterierne for en regnskabsmæssig indregning i balancen⁶⁰. I koncernen kan der opstå uenighed om ejerskab af et immaterielt aktiv. *Low risk* koncernselskaberne skal ikke have underskud, da det fører til, at *low risk* landenes skattemyndigheder

⁵⁸ OECD TPG 2017, ART. 6.6

⁵⁹ Wittendorff, J. (2018)

⁶⁰ OECD TPG 2017, ART. 6.7

stiller krav om en andel af koncernens residualindkomst. Moderselskaber skal beskrive koncernstrukturen og indtjeningsevnen i TP-dokumentationen. Der skal for indtjeningsevnen udarbejdes en analyse, der sammenholder årets forventninger med de realiserede tal. Det danner grundlag for indkomstfordelingen i året mellem principalen og *low risk* koncernselskaberne, i en centraliseret koncernstruktur.

I Afskrivningsloven (AL) § 40 fremgår der en ikke-udtømmende liste over, hvad der anses som et immaterielt aktiv. Af AL fremgår det, at immaterielle aktiver kan være goodwill, knowhow, patentret, forfatter- og kunstnerret, ret til mønster, varemærker og designret⁶¹. Et immaterielt aktiv kan være retten til at videreudvikle et andet immaterielt aktiv, hvilket fremgår af AL § 40 og TPG-kapitel 6. Det viser, at TPG og dansk skatteret har brede anvendelsesmuligheder. Ved salg eller opgivelse af et immaterielt aktiv skal fortjeneste eller tab medregnes ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst for skattesubjektet.

4.2.1 Skattestyrelsens adgang til at foretage indkomstændringer

Skattestyrelsen har som hovedregel mulighed for at lave indkomstændringer til danske koncerners skattepligtige indkomst frem til det fjerde indkomstår med lovhjemmel i Skatteforvaltningsloven (SFL) §26 stk.

1. Den ordinære ansættelsesfrist udvides med seks år, hvis der er tale om kontrollerede transaktioner, der er omfattet af Skattekontrollovens (SKL) kapitel 4. Moderselskaber skal være opmærksomme på, at lande og TPG kan have forskellige definitioner af immaterielle aktiver. Derfor kan der laves nationale indkomstændringerne til indkomsten fra disse. Det er op til de enkelte lande at vurdere, hvor risikoen og værdiskabelsen er. Det kan medføre dobbeltbeskatning og dobbelt ikke-beskatning ifølge TPG⁶².

4.3 Transaktioner i et COVID-19 perspektiv

Moderselskaber skal identificere, hvilke koncernselskaber der er berettigede til at modtage afkast fra det immaterielle aktivs udnyttelse. Udfordringer opstår, når man skal opgøre, hvordan omkostninger og investeringer vedrørende udvikling, forbedring, løbende vedligeholdelse, beskyttelse og udnyttelse af det immaterielle aktiv (DEMPE-funktioner) placeres. Det er nødvendigt at lave en specifik afgrænsning af DEMPE-funktionerne, da de danner grundlag for overskudsallokeringen i en transaktion. Moderselskaber skal være opmærksomme på, at royaltybetalinger for udnyttelsen af et immaterielt aktiv ikke tilfalder en *IP Box*, der ikke bidrager til værdiskabelsen i transaktionen. I 2020 kan *low risk* koncernselskaber have øgede omkostninger ved udførelse af sine DEMPE-funktioner. Det medfører, at *low risk* koncernselskaber kræver en større andel af den samlede residualindkomst af principalen i en centraliseret koncernstruktur.

⁶¹ Afskrivningsloven §40 stk. 1 og stk. 2

⁶² OECD TPG 2017, ART. 6.14

Koncernselskaber kan vægte de enkelte DEMPE-funktioner forskelligt. Det betyder, at et medicinalselskab kan tillægge udviklingsfunktionen større værdi end de resterende. Moderselskaber skal lave en specifik fordeling af det økonomiske afkast, der ud fra armslængdevilkår afspejler værdiskabelsen af de enkelte DEMPE-funktioner. GN Store Nord har under COVID-19-krisen været nødsaget til at midlertidigt nedlukke sin kinesiske produktion, da en medarbejder blev smittet med COVID-19⁶³. Suspenderingen betyder, at der sker en lavere kapacitetsudnyttelse, og der opstår uventede omkostninger. Principalselskabet bærer markedsrisikoen, hvorfor kontraktproducenten ikke pålægges de øgede omkostninger ved varetagelsen af en DEMPE-funktion.

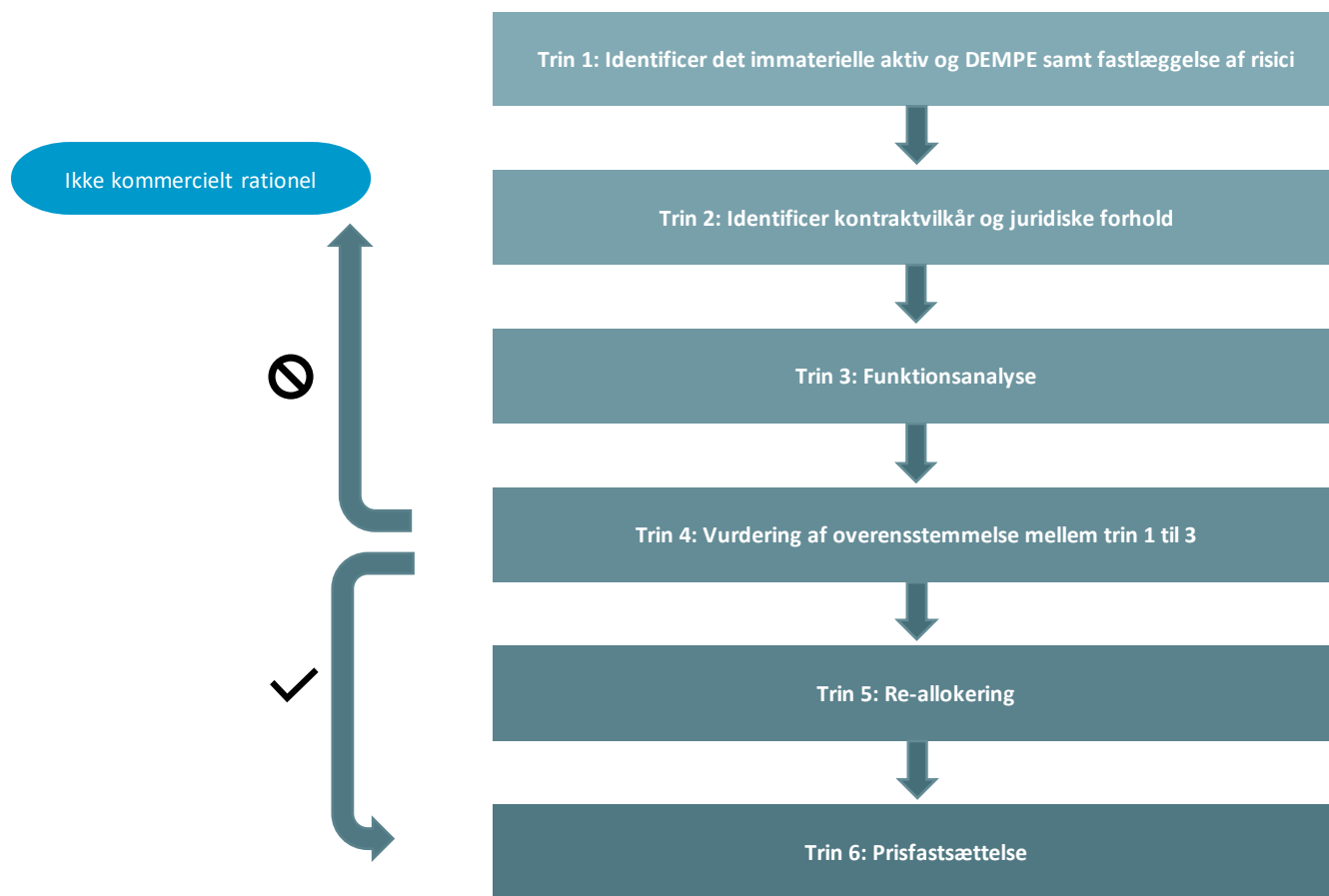
Moderselskaber skal medtage sundhedsmæssige aspekter i placeringen af DEMPE-funktioner i relation til de immaterielle aktiver. Inddragelsen af befolkningens generelle sundhed og regeringernes håndtering af COVID-19 kan vise sig at være vigtige faktorer. Hvis DEMPE-funktioner har været påvirket af COVID-19, kan moderselskaber overveje at foretage en forretningsmæssig omstrukturering og en geografisk adskillelse af koncernens aktiviteter. Det betyder en minimering af risikoen for at samtlige DEMPE-funktioner bliver påvirket af en pandemi.

4.4 Funktionsanalysen

Ved overførsel eller brug af immaterielle aktiver skal der udarbejdes en funktionsanalyse. Funktionsanalysen er en videreudbygning af funktionsanalysen i TPG-kapitel 1. Denne bygger på seks trin, der analyserer de kommercielle og finansielle forhold, som vedrører den kontrollerede transaktion⁶⁴. Funktionsanalysen er vist i figur 6:

⁶³ https://www.berlingske.dk/oekonomi/coronavirus-faar-danske-virksomheder-til-at-lukke-fabrikker-og-butikker?fbclid=I-wAR3AqBC6CFfQPcMzUuEu3xi2Jw30MgbVFfQdrXP8XZu-qc_HeFfxWsXQLz0

⁶⁴ OECD TPG 2017, ART. 6.34



Figur 6 – OECD's 6 trins analyse med fokus på immaterielle aktiver ud fra TPG ART 6.34 – (egen tilvirkning)

I trin 1 skal moderselskaber identificere det immaterielle aktiv og DEMPE-funktioner med tilhørende risici. Der kan være risici forbundet med udvikling af det immaterielle aktiv, da risikoen for, at det immaterielle aktiv ikke bliver en kommerciel succes, eksisterer⁶⁵. Det amerikanske medicinalsselskab Pfizer og tyske Biontech er i juli 2020 gået ind i fase-3-studie i udviklingen af en COVID-19 vaccine⁶⁶. Et fase-3-studie varer typisk flere år, hvorefter en vaccine skal godkendes til markedsføring, før udviklingen kan indtræde i sidste fase-4 og vaccineproduktionen kan igangsættes⁶⁷.

TPG fremhæver fem økonomiske risici i relation til overdragelse af immaterielle aktiver, hvilket er illustreret nedenfor⁶⁸.

⁶⁵ OECD TPG 2017, ART. 6.65

⁶⁶ https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pfizer-og-biontech-tager-covid-19-vaccine-til-naeste-fase?fbclid=IwAR0p57mWi9ipVc9plUWi5TG0NhHdh9XpoguEtZT_0sr671GWGcEVkcCYhgs

⁶⁷ https://laegemiddelstyrelsen.dk/da/godkendelse/kliniske-forsoeg/kliniske-forsoeg-med-medicin/faser-i-kliniske-forsoeg/?fbclid=IwAR1sBNyuUvmP22ISmvBadkYXwH0SrbgzvxyE_siVcNdkVXX8ZzayQsLek6o

⁶⁸ OECD TPG 2017, ART. 6.65



Figur 7 – Risici vedrørende overdragelse af immaterielle aktiver ud fra TPG 6.65– (egen tilvirkning)

Moderselskaber kan midlertidigt være tvunget til at danne nye forsyningskæder med uafhængige selskaber i distributionsprocessen, hvis et *low risk* concernselskab er negativt påvirket af COVID-19 i 2020. TPG medtager ikke, at moderselskaber skal tage højde for pandemiers påvirkninger på økonomiske risici, hvorfor vejledningen ikke er tilstrækkelig på dette punkt, der kan medtages som særskilt risikopunkt. På nuværende tidspunkt skal moderselskaber vurdere, hvordan COVID-19 påvirker de underliggende risici.

I trin 2 skal moderselskaber identificere kontraktvilkår og juridiske forhold i de interne aftaler mellem concernselskaberne. De interne aftaler skal afspejle de faktiske forhold. Hvis den interne aftale ikke afspejler de faktiske forhold, kan skattemyndighederne ikke anerkende transaktionen. COVID-19 medfører, at der kan være en forskel mellem den interne aftale og de faktiske forhold, hvis den interne aftale er indgået før COVID-19. I juli 2020 har Danish Crown midlertidigt lukket sin slagteriafdeling i Ringsted, som

følge af at tre medarbejdere er testet positive for COVID-19⁶⁹. Det er principalselskabet, der har markedsrisikoen, og som bestemmer håndteringen af COVID-19 bekæmpelsen, hvorfor de overordnede retningslinjer for hjemsendelse af ansatte og midlertidig lukning af fabrikker skal være drøftet og besluttet i principalselskabet. Det kan betyde, at de faktiske forhold mellem en kontraktproducent og et principalselskab ikke er i overensstemmelse med den interne aftale. Det skyldes, at det ved aftalens indgåelse er svært at forudsige påvirkninger fra COVID-19. Det betyder, at der opstår en ny transaktion, hvor de nye faktiske forhold skal fremgå af den interne aftale, for at skattemyndighederne kan anerkende transaktionen.

I trin 3 skal moderselskaber udarbejde en funktionsanalyse af DEMPE-funktioner og tilhørende risici. Koncernselskaberne skal kompenseres for de udførte og kontrollerede DEMPE-funktioner. Indkomsten skal tilfalde de koncernselskaber, der udfører kontrolfunktioner ved de enkelte DEMPE-funktioner. Hvis det immaterielle aktiv er en COVID-19-vaccine, tillægges kontrol over de strategiske beslutninger vedrørende udvikling og styring af denne større værdi i værdiskabelsen.

I trin 4 skal moderselskaber gennemgå overensstemmelse mellem trin 1-3. Det sikrer, at der er sammenhæng mellem DEMPE-funktioner, risici og de faktiske forhold mellem koncernselskaberne. Skattemyndigheder anerkender ikke transaktioner og de dertilhørende omkostninger mellem koncernen og en *IP Box*, der alene modtager royaltyindtægter uden at bidrage til værdiskabelsen af det immaterielle aktiv. Hvis transaktionen gennemføres, vil koncernselskabet, der påtager sig risici, anses som den reelle ejer af det immaterielle aktiv⁷⁰. I det tilfælde træder man ud af funktionsanalysen, da det er en kommerciel irrationel transaktion. Hvis moderselskaber finder, at der er en overensstemmelse mellem trin 1-3, skal de gå direkte til prisfastsættelsen i trin 6.

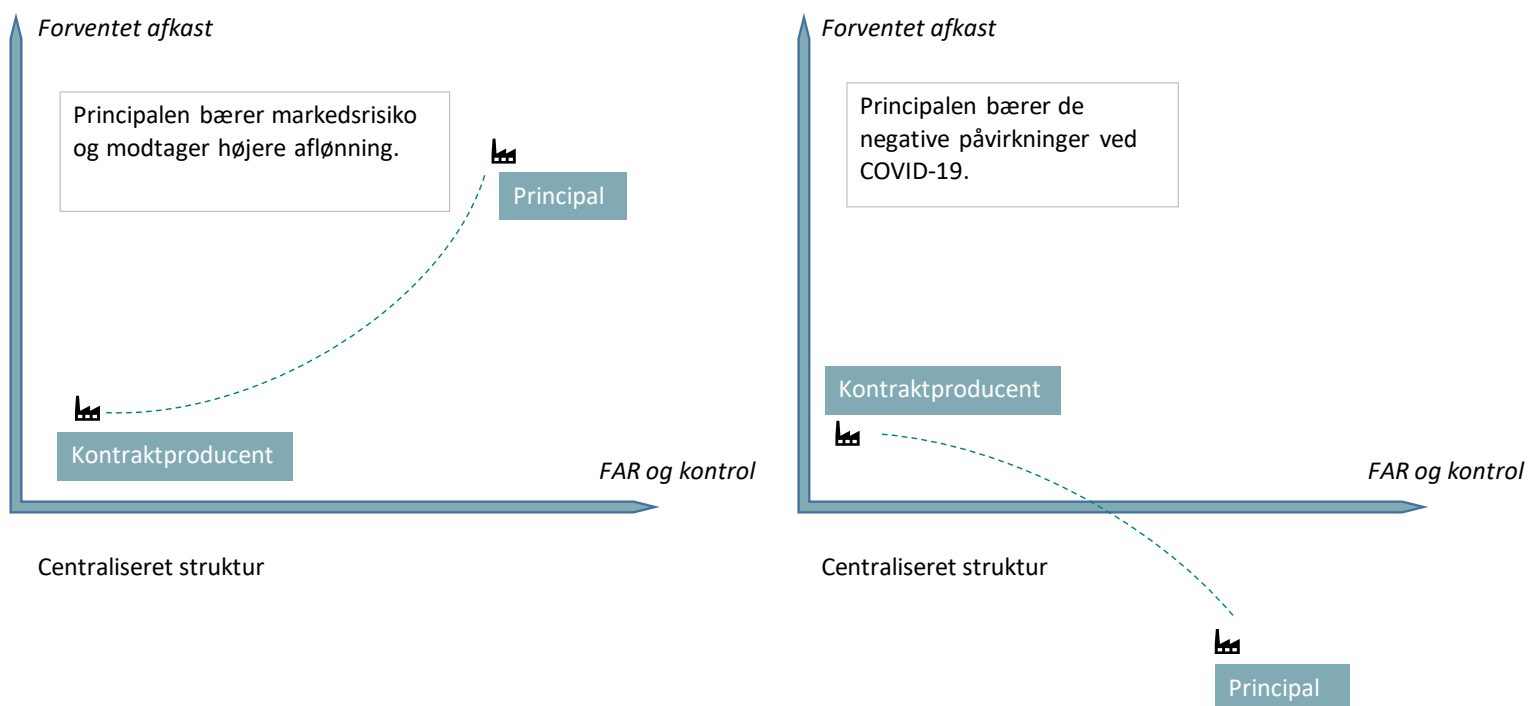
I trin 5 skal moderselskaber re-allokere risici, efter hvilke koncernselskaber der er i kontrol over disse. Det medfører justeringer til indkomstfordelingen i en *year end adjustment*. Hvis et *low risk* koncernselskab bærer en øget risiko under COVID-19, skal det kompenseres, da principalen bærer markedsrisikoen.

⁶⁹ https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/tre-ansatte-paa-danish-crown-slagteri-smittet-med-coronavirus-hel-afdeling-er-lukket?fbclid=IwAR3Kd8csCz1502zRp76-w1JxsUioj0WjuFbYDW6XnDfAuftcze_K9ceyHTI

⁷⁰ OECD TPG 2017, ART. 6.40

I trin 6 skal moderselskaber prisfastsætte den kontrollerede transaktion ud fra armslængdeprincippet og de foregående identificerede faktiske forhold. Prisfastsættelsen afspejler de påtagne risici, kontrol og funktion ved det immaterielle aktiv. Det betyder, at et koncernselskab, der bærer højere risiko, modtager en højere kompensation⁷¹.

Principalen bærer markedsrisikoen i en centraliseret struktur, da denne har kontrol og kan træffe strategiske beslutninger. Principalen modtager et større afkast end *low risk* koncernselskaberne. I en decentraliseret struktur spredtes markedsrisikoen ud blandt koncernselskaberne. Det betyder, at de enkelte koncernselskaber er i kontrol over den påtagne risiko, hvorfor de modtager et større afkast. Det er udtryk for koncernens FAR-profiler, der er sammenhængen mellem kontrol, risiko og afkast⁷². Disse kan illustreres ved en FAR-kurve, der viser, hvordan funktioner, risici og kontrol over disse hænger sammen med kompensationen for en kontraktproducent og principal. Koncernens FAR-profil i en centraliseret struktur kan ændres under COVID-19. Principalen bærer de primære negative påvirkninger ved COVID-19. Kontraktproducenten får en lavere indtjening, hvor kontraktproducenten normalt får medianen, er det i 2020 reduceret til 1. kvartil, når der er negative markedsforhold. Det er illustreret nedenfor.



Figur 8 – Principal indtjening ift. forventet afkast og kontrol indtjening ved COVID-19 i en centraliseret struktur – (egen tilvirkning)

⁷¹ OECD TPG 2017, ART. 6.50

⁷² OECD TPG 2017, ART. 6.133

4.5 Værdiansættelsen ud fra armlængdeprincippet

Armlængdeprincippet betyder, at kontrollerede transaktioner sker på markedsvilkår. Immaterielle aktiver er ofte unikke, hvorfor det er udfordrende at finde sammenlignelige referencetransaktioner. Det betyder, at det kan være svært at vurdere armlængdeprincippet i en transaktion med immaterielle aktiver. Moderselskaber udarbejder værdiansættelser af immaterielle aktiver, når de indgår i kontrollerede transaktioner. TPG fremhæver syv forhold, som moderselskaber skal forholde sig til i værdiansættelsen for at sikre overholdelsen af armlængdeprincippet. Disse forhold er eksklusivitet, varighed af den juridiske beskyttelse, geografisk område, anvendelsesperiode, udviklingsstadium samt retten til forbedring. Forholdene giver informationer om de vigtigste faktorer og unikke karakteristika ved det immaterielle aktiv, der danner grundlag for det immaterielle aktivs værdi ⁷³.

Eksklusivitet er principalen ret til at udnytte det immaterielle aktiv, og varigheden for denne ret har indflydelse på værdien. Den geografiske placering har betydning for den fremtidige indtjening. COVID-19-krisen medfører, at lande har været lukket ned i en periode, og udnyttelsen af det immaterielle aktiv har ikke været mulig i samme grad. Anvendelsesperioden er et udtryk for, hvordan principalselskaber udnytter sine immaterielle aktiver. Under COVID-19 har regeringer verden over indført restriktioner. Det medfører, at principalens brug af immaterielle aktiver enten kan være minimeret, stoppet eller forøget. Som hovedregel er immaterielle aktiver, der relaterer sig til produkter, der allerede er en kommerciel succes, mere værd end produkter, hvor en kommerciel succes ikke er opnået. Det betyder, at et immaterielt aktiv i udviklingsstadiet har betydning for værdien ⁷⁴. Ejeren af det immaterielle aktiv har retten til at videreudvikle og optimere dette, hvilket påvirker den fremtidige indtjening.

Moderselskaber skal udarbejde TP-dokumentation. I denne indgår en *master file* ⁷⁵, hvori der foreligger en koncernbeskrivelse af relevante informationer for alle koncernselskaber. Den skal indeholde en samlet redegørelse af: forretningen, den finansielle rapportering, finansierings- og skatteforhold, den økonomiske aktivitet samt koncernens indkomstallokering. I 2020 skal moderselskaber beskrive COVID-19 og den påvirkning, som pandemien har haft på koncernens skatteforhold, økonomiske aktivitet og interne indkomstallokering. Koncernen kan i 2020 have gjort brug af den forlængede danske skatteindberetningsfrist

⁷³ OECD TPG 2017, ART. 6.118 – 6.127

⁷⁴ OECD TPG 2017, ART. 6.124

⁷⁵ OECD TPG 2017, ART. 5.18

til 1. september 2020 for indkomståret 2019, der blev indført i forlængelse af COVID-19⁷⁶. I Kina har man indført skattelettelse, der gør, at selskabernes skattemæssige underskud kan fremføres i otte år i stedet for fem år. Initiativerne indeholder også fjernelse af moms på kulturelle oplevelser, hotel og personlig forplejning⁷⁷. Moderselskaber skal beskrive, hvis de har gjort brug af økonomiske hjælpepakker eller lignende initiativer i Danmark eller udlandet. Moderselskaber skal udarbejde en *local file* for at give supplerende informationer om det enkelte koncernselskab, der vedrører de nævnte forhold i *master file*.

4.5.1 Værdiansættelsesmetoder

I TPG kan værdiansættelse af immaterielle aktiver udarbejdes ud fra en omkostningsbaseret, markedsbaseret eller indkomstbaseret metode. I praksis anvendes ofte den indkomstbaserede metode, som er et udtryk for nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme⁷⁸. Den omkostningsbaserede og markedsbaserede tilgang er sjældent anvendt, da immaterielle aktiver ofte er unikke og ikke sammenlignelige. TPG og Skattestyrelsen vurderer, at omkostninger ikke er udtryk for værdi. Moderselskaber skal derfor værdiansætte sine immaterielle aktiver ud fra den indkomstbaserede metode, hvor de kan bruge en DCF-model. Det er vigtigt, at moderselskaber bruger samme model til værdiansættelse af alle sine immaterielle aktiver, da forskellige værdiansættelsesmodeller i praksis giver forskellige værdier. Det skyldes, at der indgår forskellige faktorer til beregningerne i modellerne⁷⁹.

⁷⁶ https://www.pwc.dk/da/artikler/2020/03/udskydelse-af-selvangivelsesfristen--oplysningsfristen--for-indk.html?fbclid=I-wAR1dkjgrZ-S_yfGiNrZ6nSGtMeyE8u1ZEai8DDPcBXNALFNlxZj9wrV9xXk

⁷⁷ <https://www.internationaltaxreview.com/article/b1kijn20mxcfyj/china-announces-tax-relief-measures-to-tackle-coronavirus-disruption>

⁷⁸ Wittendorff, J. (2018)

⁷⁹ OECD TPG 2017, ART. 6.161

En DCF-model kræver et omfangsrigt datagrundlag såsom levetid for aktivet, udvikling i makroøkonomisk miljø, synergier, vækstrater, skattepåvirkninger, afkastkrav, terminalværdier og budgetperioder⁸⁰.



Figur 9 – Faktorer i DCF-modellen, som COVID-19 kan påvirke – (egen tilvirkning)

COVID-19 påvirker den mulige indtjening i budgetperioden. Carlsberg har været nødsaget til at lukke sine indiske bryggerier og øvrige aktiviteter, på ordre fra de indiske myndigheder⁸¹. Det betyder, at de fremtidige pengestrømme påvirkes direkte af COVID-19. Moderselskaber skal vurdere, hvordan COVID-19 påvirker faktorerne, der indgår i DCF-modellen. Det er både de nuværende og fremtidige forudsætninger, der skal indarbejdes i værdiansættelsen.

⁸⁰ OECD TPG 2017, ART. 6.158 – 6.178

⁸¹ https://borsen.dk/nyheder/okonomi/coronaen-tager-ny-fart-globalt-rammer-vaekstlande?fbclid=IwARQUNBTGxvqTBI9RAbl0DnEIDkl426D_TffoPUipoR8vQIHAAeekIrvjmphM

4.5.2 Prisfastsættelsesmetode ved overdragelse

Der er forskellige prisfastsættelsesmetoder i overdragelsen af immaterielle aktiver, hvor det er vigtigt, at armslængdeprincippet bliver overholdt. De immaterielle aktiver kan overdrages i en transaktion med materielle aktiver. Det er vigtigt, at moderselskaber forholder sig til, om overdragelsen af det immaterielle aktiv faktisk indtræffer. TPG fremhæver, at der er komplementære immaterielle aktiver og immaterielle aktiver, der skal vurderes særskilt. Moderselskaber skal lave en opdeling, hvis der indgår flere aktiver i en transaktion, da vurderingen af prisfastsættelsen af de enkelte aktiver bliver mere overskuelig⁸².

TPG anbefaler ikke en specifik metode, der omfavner alle typer af immaterielle aktiver. Metoder til prisfastsættelse er *Comparable Uncontrolled Price* (CUP-metoden), *Transactional Profit Split Method* (TPSM), *Resale price* og *Cost plus*. CUP-metoden er udfordret af den manglende sammenlignelighed. TPG anbefaler ikke, at værdien baseres på udviklingsomkostningerne, da der ikke er sammenhæng mellem værdien af aktivet og omkostninger til udviklingen⁸³. TPSM er relevant, hvis flere koncernselskaber bidrager med DEMPE-funktioner til det enkelte immaterielle aktiv. Moderselskaber kan ved denne metode bestemme overskudsallokeringen som uafhængige selskaber oppebærer i en tilsvarende transaktion.

I 2018 udkom OECD med nye retningslinjer, der ændrede opbygningen af vejledningens afsnit om TPSM⁸⁴. De nye retningslinjer beskriver overskudsfordelingen mellem koncernselskaber, der bidrager til transaktionen. Beskatningen sker i de lande, hvor værdiskabelsen er geografisk placeret. Koncernselskaber bidrager med forskellige DEMPE-funktioner i værdikæden, der er svære at værdiansætte, når det omhandler immaterielle aktiver. Moderselskaber skal vide, at de kan anvende faktorer til at finde en passende overskudsdeling⁸⁵. Det kan være medarbejdere, aktiver eller omkostninger. Hvis moderselskaber anvender en medarbejderfaktor i overskudsallokeringen, er det vigtigt at gennemgå COVID-19's påvirkning. I Danmark er mange medarbejdere blevet hjemsendt i 2. kvartal af 2020 og har ikke været fysisk til stede på deres arbejdsplads. Ifølge OECD er der forskel på, hvor digitaliserede landene er. Det betyder, at i Danmark kan gennemsnitligt 40 % af alle jobs udføres som *remote working*, men i Kroatien er det kun ca. 32 %⁸⁶. Det

⁸² OECD TPG 2017, ART. 6.98 – 6.100

⁸³ OECD TPG 2017, ART. 6.142

⁸⁴ OECD TPSM (2018a)

⁸⁵ OECD TPSM (2018a) ART. 2.169

⁸⁶ <http://www.oecd.org/coronavirus/en/>

kan ændre medarbejdersammensætningen og funktionerne tilhørende det immaterielle aktiv, som er involveret i transaktionen. Det påvirker den fordelingsfaktor, moderselskaber anvender i TPSM-metoden.

Det er muligt for moderselskaber at anmode om en APA (*Advanced Pricing Agreement*) forud for transaktionstidspunktet. Det er en forhåndsprisaftale, der giver moderselskaber en høj grad af sikkerhed for den skattemæssige behandling af den kontrollerede transaktion. En APA baserer sig på de faktiske forhold, som gennemgås af de relevante skattemyndigheder med henblik på at opnå en vurdering af transaktionsvilkårene⁸⁷. En APA er særlig relevant for komplekse kontrollerede transaktioner, der omhandler mange forudsætninger, og dermed overholder armslængdeprincippet. Moderselskaber kan anmode om en bilateral eller multilateral APA. Det er relevant, når den kontrollerede transaktion strækker sig geografisk og lovgivningsmæssigt over flere landegrænser. I Danmark er det kun muligt efter dobbeltbeskatningsoverenskomsten, og det er ikke muligt med unilaterale aftaler. Det betyder, at der er aftaler mellem de kompetente myndigheder og skattesubjektet i de pågældende lande. TPG fremhæver, at anvendelsen af en bilateral APA medfører en lavere risiko for dobbeltbeskatning. Moderselskaber kan i praksis være nødsaget til at foretage transaktionen, før de modtager svar, da behandlingsprocessen af en APA kan være lang.

COVID-19 kan påvirke brugen af en APA, da grundlæggende forudsætninger om markedssituationen og det immaterielle aktiv ikke eksisterer på bedømmelsestidspunktet. Medicinelskaber, der forsker i en COVID-19-vaccine, kan have anmodet om en APA i marts 2020 for overdragelse af vaccinen. I marts er der ikke noget offentligt tilgængeligt datagrundlag at tage udgangspunkt i ved prisfastsættelsen. I september 2020 er de oprindelige markedsforudsætninger ændret væsentligt, da flere medicinelskaber offentligt har indgået aftaler om salg af COVID-19 vacciner⁸⁸. Det ændrer forudsætningerne for bedre at kunne prisfastsætte den kontrollerede transaktion på markedsvilkår.

4.6 COVID-19 påvirker betaling for aktiver med usikkerhed om værdien

Immaterielle aktivers værdiansættelse kan resultere i en fejlagtig værdi, der følger af en usikkerhed om, hvorvidt det tilgængelige datagrundlag er pålideligt som et substantielt grundlag for værdien.

COVID-19-krisen medfører behov for nedskrivninger på immaterielle aktiver som følge af lavere forventet indtjening⁸⁹. COVID-19 ændrer ved forholdet mellem *ex ante*- og *ex post* forudsætninger, da der over tid

⁸⁷ Wittendorff, J. (2018)

⁸⁸ https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12310339.ece?fbclid=IwAR0FrXZkii_x_eYvUcn2EZ10e07hnRAAPemvx-YAHjwMs9IR6FIbR08dLc8k

⁸⁹ <https://www.fsr.dk/coronavirus-kan-paavirke-aarsrapportens-indhold-1>

dannes et større datagrundlag. Datagrundlaget hjælper moderselskaber og skattemyndigheder til at vurdere overholdelsen af armslængdeprincippet. Immaterielle aktiver er ofte unikke, og værdiansættelsen af disse baserer sig på det nuværende tilgængelige datagrundlag. Det danner grundlag for forudsætninger for de fremtidige pengestrømme. COVID-19 påvirker forudsætninger for værdien af det immaterielle aktiv. Moderselskaber kan anvende royaltybetalinger, *Milestone* betalinger, periodiske betalinger eller en *earn out model*. Derfor skal moderselskaber løbende vurdere, om kompensationsmetoden er passende for værdien af transaktionen.

Royaltybetalinger er passende, hvis det immaterielle aktiv har en usikkerhedsfaktor afspejlet i sin værdi. Modtageren forpligtes løbende til at betale for en udnyttelse af det immaterielle aktiv. Royaltybetalingerne påvirkes af salgsstop eller lavere salg som under COVID-19. Det betyder, at *low risk* koncernselskaber ikke vil betale royalty, hvis de oplever underskud. I en centraliseret struktur bærer principalen markedsrisikoen og dette underskud i en *year end adjustment*. TPG fremhæver, at den interne aftale i det tilfælde skal revurderes, så den afspejler de faktiske forhold.

Milestone betalinger er passende, hvis det immaterielle aktiv overdrages, inden det er færdigudviklet. Aftalevilkår betyder, at det modtagende koncernselskab forpligtes til at betale et ekstrabeløb, hvis milepæle i udviklingsprocessen opnås. COVID-19 påvirker udviklingsprocessen, hvis nøglefunktioner hjemsendes, der bliver uarbejdsdygtige eller syge af pandemien. I den situation indtræder kriterierne for betaling ikke på det projekterede tidspunkt, hvilket kan lede til en genforhandling af den oprindelige aftale.

Earn out modellen er passende, hvis der er usikkerhed om, at aftalevilkår fremtidigt realiseres. Det medfører, at der sker en prisjustering, eller at det andet koncernselskab kræver delvis tilbagebetaling af købesummen og det immaterielle aktiv⁹⁰.

4.7 Hard-to-Value Intangibles

Hard to Value Intangibles (HTVI) er immaterielle aktiver, der er komplicerede at værdiansætte. For HTVI er det umuligt at finde referencetransaktioner. Et HTVI kan være underlagt forskellige antagelser og forudsætninger før og efter den kontrollerede transaktion. TPG omtaler⁹¹ naturkatastrofer som begivenheder, der kan påvirke værdien af et HTVI, da disse påvirker de fremtidige pengestrømme. COVID-19 er ikke en naturkatastrofe, men kan sammenlignes med en naturkatastrofe, da det er en uforudset begivenhed.

⁹⁰ OECD TPG 2017, ART. 6.183

⁹¹ OECD TPG 2017, ART. 6.69

I et tidligt stadie af COVID-19 har det været svært for moderselskaber at vurdere, hvilken indvirkning COVID-19 vil have på de fremtidige pengestrømme. Derfor skal moderselskaber dokumentere de anvendte forudsætninger i værdiansættelsen af HTVI. Det skyldes, at COVID-19 ændrer på *ex ante*- og *ex post* forhold, der skaber usikkerhed om en korrekt prisfastsættelse⁹². Moderselskaber har bevisbyrden for overholdelsen af armslængdeprincippet, og at de ikke kendte til usikkerhederne vedrørende *ex post* forhold. Bevisbyrden vender til skattemyndighederne, hvis moderselskabernes TP-dokumentation er tilstrækkelig og tager højde for uforudsigelige begivenheder som COVID-19. TP-dokumentationen kan løbende tilpasses *ex ante*- og *ex post* forhold, da denne senest skal overleveres til skattemyndighederne på selvangivelsestidspunktet. TPG vejledningen beskriver naturkatastrofer, såsom vulkanudbrud, som uforudsete begivenheder, som moderselskaber ikke kan forudsige. Vejledningen er utilstrækkelig, og kan udbygges med fokus på pandemier.

4.7.1 Eksempel på HTVI

HTVI kan være rettigheden til at videreudvikle en COVID-19-vaccine. Vaccinen behøver ikke at være færdigudviklet. Hvis den ikke er færdigudviklet, eller den er placeret i et af flere stadier i godkendelsesprocessen, er der stor usikkerhed om vaccinnens fremtidige kommercielle succes. Der er ikke noget direkte sammenligneligt grundlag for et lignende immaterielt aktiv eller en referencetransaktion. Der kan være sammenligneligheder til andre medicinalsselskaber, der forsker i en COVID-19-vaccine, men en konkret vaccine har unikke karakteristika. En række lande og institutioner forsker i COVID-19-vacciner⁹³, der endnu ikke har oplevet kommerciel succes. Det betyder, at det er svært at estimere medicinalproducenternes respektive markedsandel. De fremtidige pengestrømme er usikre om størrelse og tidsrealisering. I takt med at vaccineudviklingen kommer tættere på en kommerciel succes, kommer der flere aftaler mellem organisationer og stater om bekæmpelsen af COVID-19. AstraZeneca har i samarbejde med Tyskland, Frankrig, Italien og Holland forpligtet sig til at forsyne Europa med 400 mio. doser COVID-19 vacciner⁹⁴. På trods af at de indgår forhåndsftaler, er der stadigvæk usikkerhed om de fremtidige pengestrømme, da det først vil være en endelig godkendelse af vaccinen i fase-4, der fører til et færdigt produkt, som medfører, at de overholder deres forhåndsftaler, som dermed skaber fremtidig omsætning.

⁹² OECD TPG 2017, ART. 6.189

⁹³ <https://www.raps.org/news-and-articles/news-articles/2020/3/covid-19-vaccine-tracker>

⁹⁴ https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12219554.ece

4.7.2 Transaktioner med HTVI i et COVID-19 perspektiv

Hvis en endnu ikke færdigudviklet vaccine mod COVID-19 (HTVI) indgår i en omstrukturering, kan det medføre asymmetrisk information mellem skattemyndigheder og moderselskaberne. Moderselskaber skal i TP-dokumentationen, beskrive det anvendte datagrundlag, der ligger til grund for overholdelsen af armslængdeprincippet. Når der ikke er nogen sammenlignelige referencetransaktioner, og der er usikkerhed om grundlaget for de fremtidige pengestrømme, opstår der asymmetrisk information. TPG fremhæver, at skattemyndighederne kan anvende et *ex post* perspektiv i vurderingen af, om moderselskaber overholder armslængdeprincippet⁹⁵. Et *ex post* perspektiv er en gennemgang af moderselskabers officielle årsregnskaber. Skattemyndigheder kan sammenholde værdien af immaterielle aktiver, der fremgår af de officielle årsregnskaber med den værdi, der indgår i den kontrollerede transaktion. Hvis der ikke fremgår tilstrækkelig information af de officielle regnskaber til at vurdere dette, kan skattemyndighederne udarbejde og estimere de fremtidige pengestrømme med den tilgængelige information, der var på transaktionstidspunkt⁹⁶.

Hvis der er en uoverensstemmelse mellem *ex post* forhold og *ex ante* forudsætninger, danner det ikke i sig selv et grundlag for, at skattemyndighederne kan foretage en priskorrektion. Skattemyndighederne og moderselskabet indgår i en dialog om uoverensstemmelserne mellem *ex post* forhold og *ex ante* forudsætningerne. COVID-19 medfører, at markedsforudsætninger ændrer sig. Moderselskaber skal dokumentere væsentlige *ex post* forhold mod *ex ante* forudsætninger og lægge vægt på, at armslængdeprincippet er overholdt.

Der opstår situationer, hvor skattemyndighederne ikke har mulighed for at foretage priskorrekationer til transaktioner med et HTVI⁹⁷. Det er i tilfælde, hvor TP-dokumentationen er tilstrækkelig og indeholder argumenter om *ex ante* forudsætninger, samt at der tages højde for passende risici med hensyn til forudsigelige begivenheder. Hvis principalen oplever lavere salg som resultat af en uforudsigelig begivenhed, vurderes *ex ante* forudsætningerne at være udarbejdet på armslængdevilkår, medmindre der er tydelige økonomiske resultater, der indikerer andet⁹⁸. Et andet tilfælde er, hvis moderselskaber har fået udarbejdet en APA forud for transaktionstidspunktet. Et tredje scenarie er, hvis de realiserede tal ikke overstiger

⁹⁵ OECD TPG 2017, ART. 6.188

⁹⁶ OECD TPG 2017, ART. 6.187

⁹⁷ OECD TPG 2017, ART. 6.193

⁹⁸ OECD TPG 2017, ART. 6.194

en ændring til værdiansættelsen med mere end 20 %. Et fjerde tilfælde er, hvis et HTVI i en femårig periode anvendes i kommercielt salg til uafhængige parter, og værdiansættelsen ikke afviger med mere end 20 %. Bevisbyrden ligger hos moderselskaberne, der skal påvise, at der er tale om en af undtagelserne. Skattemyndighederne skal bevise med konkrete faktuelle forhold, at moderselskaberne ikke har foretaget transaktionen på markedsvilkår. Det er under forudsætning af, at moderselskaberne er i stand til at dokumentere, at armslængdeprincippet er overholdt.

Hvis der opstår en situation, hvor et moderselskab vurderer, at en priskorrektion medfører en dobbeltbeskatning, kan det bede om en *Mutual Agreement Procedure* (MAP). Det sikrer, at transaktionen beskattes på de retmæssige vilkår mellem de involverede lande⁹⁹, da der kan være nationale foranstaltninger, der ikke er i overensstemmelse med Dobbeltbeskatningsoverenskomsten.

4.8 Delkonklusion

Vejledningen i TPG-kapitel 6 omfatter en bred definition af, hvad der er et immaterielt aktiv. Det immaterielle aktiv skal kunne ejes, må ikke være fysisk, være kommercielt anvendeligt og uafhængige parter vil kompensere for brugen af det. Den brede definition medfører, at de respektive kompetente skattemyndigheder udformer deres egne definitioner af immaterielle aktiver, for at selskaber lettere kan definere deres immaterielle aktiver i opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Det indebærer, at der kan være uoverensstemmelser mellem landenes opfattelser af, hvad der er et immaterielt aktiv og beskatningen heraf. Definitionen er derfor mangelfuld, hvorfor TPG med fordel kan udbygges med en mere konkret beskrivelse af, hvad der karakteriserer et immaterielt aktiv for at afhjælpe disse uoverensstemmelser.

I 2020 kan *low risk* koncernselskaber have øgede omkostninger ved udførelsen af DEMPE-funktioner. Det medfører, at *low risk* koncernselskaber kræver en større andel af den samlede residualindkomst af principalen i en centraliseret koncernstruktur. Det sker i forlængelse af, at brancher og lande under COVID-19-krisen har været ramt forskelligt, hvorfor koncerner har genovervejet den strategiske placering af de immaterielle aktiver og tilhørende DEMPE-funktioner. I den forbindelse kan moderselskaber ansøge om en APA for de kontrollerede transaktioner, der vedrører immaterielle aktiver. Det sikrer, at transaktionerne sker ud fra armslængdeprincippet. En APA-proces kan tage flere år, og COVID-19 kan påvirke brugen af en APA, da grundlæggende forudsætninger om markedssituationen og det immaterielle aktiv ikke eksisterer på bedømmelsestidspunktet. TPG kan udvide sine anbefalinger om ekstreme begivenheder som

⁹⁹ Skattestyrelsens juridiske vejledning: C.F.8.2.2.25.1

COVID-19, da vejledningen på nuværende tidspunkt er mangelfuld i forhold til håndteringen af en pandemi. Yderligere TPG-vejledning kan være med til at reducere langvarige TP-kontroller i 2020 samt reducere tiden ved efterfølgende MAP-forhandlinger.

TPG vejleder ikke i, hvordan moderselskaber skal håndtere uforudsete begivenheder såsom pandemier og pandemiers påvirkninger på økonomiske risici. Vejledningen er derfor utilstrækkelig og kan udbygges med fokus på pandemier som et særskilt risikopunkt. Moderselskaber skal være særligt opmærksomme på følgende punkter i håndteringen af COVID-19-krisen:

- Lande og TPG kan have forskellige definitioner af immaterielle aktiver, hvorfor der kan opstå uenigheder.
- En fordeling af det økonomiske afkast, der ud fra armslængdeprincippet afspejler værdiskabelsen af de enkelte DEMPE-funktioner.
- Medtage sundhedsmæssige aspekter i vurderingen af placeringen af DEMPE-funktioner tilhørende de immaterielle aktiver.
- Beskrive COVID-19 og den påvirkning, som pandemien har haft på koncernens skatteforhold, økonomiske aktivitet og interne indkomstallokering.
- TP-dokumentationen skal indeholde beskrivelser af det anvendte datagrundlag, der ligger til grund for overholdelsen af armslængdeprincippet.

5. Intern omstrukturering og COVID-19's påvirkning heraf

5.1 Indledning

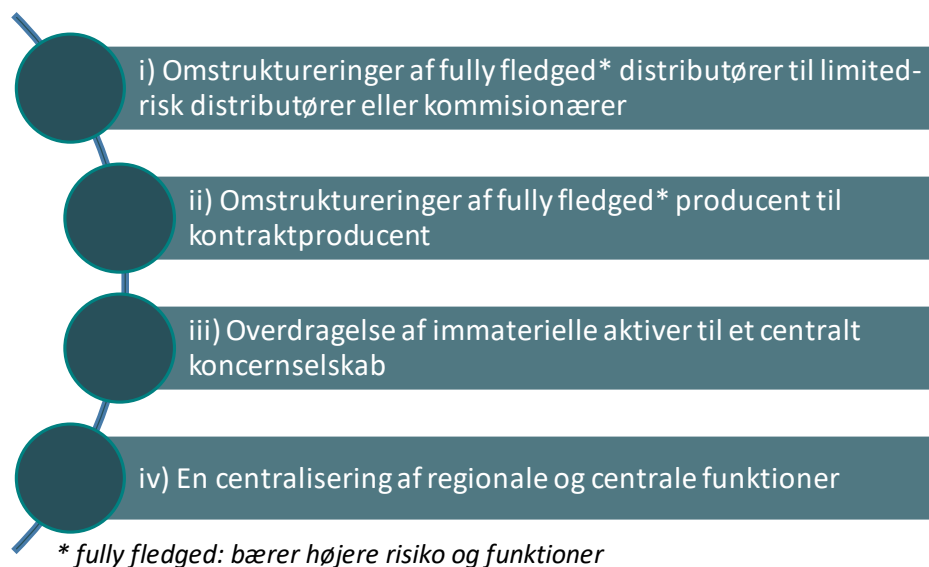
I følgende kapitel gennemgås TPG-kapitel 9 om interne omstruktureringer. Det har til formål at undersøge, hvordan et immaterielt aktiv overdrages i en intern omstrukturering for et dansk moderselskab. Kapitlet analyserer, hvordan armslængdeprincippet og TPG anvendes i interne omstruktureringer. Analysen berører også, hvordan COVID-19 påvirker moderselskaber i overdragelsen af immaterielle aktiver.

5.2 Anvendelsesområde

5.2.1 Definition og begrebsafgrænsning

TPG fremhæver, at moderselskaber, der overdrager HTVI i omstruktureringer, tydeligt skal afgrænse, hvilken betydning denne har for moderselskabet. I omstruktureringen er det vigtigt at afgrænse, hvilke aktiver der indgår i denne. Det skyldes, at HTVI er vanskelige at værdiansætte, og medfører udfordringer i vurderingen af armslængdeprincippet. Det er særligt gældende, når overdragelsen vedrører immaterielle aktiver, da omstruktureringen påvirker den interne resultatfordeling.

TPG nævner, at en omstrukturering ofte kan bestå i at være en centralisering af aktiver med tilhørende risici og funktioner, med den tilhørende fortjeneste knyttet til hver af disse¹⁰⁰. De omstruktureringer som TPG omtaler, er følgende:



Figur 10 – OECD's beskrivelser af typiske omstruktureringer ud fra TPG ART. 9.2 – (egen tilvirkning)

¹⁰⁰ OECD TPG 2017, ART. 9.2

De typiske omstruktureringer er omdannelser af koncernselskaber, hvor man ændrer den nuværende risikofordeling samt laver en centralisering af funktioner. Fastlæggelsen af armslængdekompensationen er et resultat af omstruktureringen og de involverede aktiver. Det væsentlige i omstruktureringen er, at sammenhængen mellem værdiskabelsen, det forventede afkast og risici bevares. Under COVID-19 skal moderselskaber være opmærksomme på, om landes sundhedsmæssige tilstand og restriktioner påvirker den fremtidige værdiskabelse. Det skyldes nedlukninger af fabrikker på grund af karantæne, logistiske problemer forårsaget af grænselukninger, eksportforbud, handelsrestriktioner og lign., der påvirker medicinal-selskabernes forsyningskæder. Det medfører, at moderselskaber, i omstruktureringer, skal vurdere de strategiske placeringer af forsyningskæderne for at minimere risikoen for forsyningsproblemer.

TPG fremhæver, at funktioner og aktiver kan flyttes i en omstrukturering. De praktiske problemer ligger i, at selve definitionen af, hvornår der er tale om en omstrukturering ikke er fast, og at disse kan ske på forskellige måder. TPG anbefaler, at der skal ske kompensation, hvis der foretages transaktioner i en omstrukturering uanset typen. I omstruktureringen kan det være overdragelsen af immaterielle aktiver, ejerskab af rettigheder eller omdannelse af koncernselskaber til at indeholde mindre risici.

5.2.2 Overdragelse af immaterielle aktiver

Immaterielle aktiver er patenter, licenser, trademarks og forskningsaktiviteter, der senere kan blive indregnet som aktiver. Der kan opstå omkostninger i forlængelse af omstruktureringen, hvor koncernselskaber, der afholder omkostningerne, bliver kompenseret for disse. Omstruktureringen kan være med til at maksimere koncernsynergier, stordriftsfordele eller kan have som mål at forbedre effektiviteten i værdikæderne. Det kan være, at omstruktureringen er nødvendig for at bibeholde effektiviteten samt begrænse tab i en nedadgående økonomi¹⁰¹ som i en tid med COVID-19. I et tilfælde, hvor et moderselskab begrænser koncerntab, er det vigtigt at forholde sig til, om omstruktureringen er midlertidig eller fast. Hvis omstruktureringen sker for at bibeholde effektivitet og rentabilitet ved at flytte aktivitet og/eller aktiver med tilhørende risici fra Italien til Danmark i en midlertidig omstrukturering, skal principalen være opmærksom på, at fordelene ved Danmark skal være større end de nuværende og fremtidige ulemper ved Italien under COVID-19. Moderselskaber skal tage stilling til den økonomiske og sundhedsmæssige situation i de lande, som omstruktureringen vedrører. TPG er ikke fyldestgørende med henblik på moderselskabers vurderinger af den sundhedsmæssige tilstand i de lande, der er involveret i omstruktureringen. TPG kan uddybes

¹⁰¹ OECD TPG 2017, ART. 9.4

med beskrivelser af, hvordan moderselskaber skal tage højde for de sundhedsmæssige forhold, og årsager ved omstruktureringer samt sondre mellem midlertidige og faste omstruktureringer.

I forbindelse med COVID-19 har EU oprettet en krisefond¹⁰², der skal tilbyde de europæiske lande genopretningspakker, der skal genstarte den europæiske økonomi. Genopretningspakkerne giver mulighed for lån til kriseramte EU-lande. Lånefinansieringen kan medføre, at lande indfører højere skatter, afgifter eller øger gældsfinansieringen. Moderselskaber skal være opmærksomme på, om lande, der indgår i omstruktureringen, har optaget disse lån, og hvordan det fremover kan påvirke koncernen.

TPG fremhæver, at det ikke er muligt at overdrage immaterielle aktiver til koncernselskaber, der ikke består substanskravet. Det betyder, at disse koncernselskaber ikke kan udføre funktionerne i administration og kontrollen af aktiverne. Skattemyndighederne anerkender ikke transaktionerne, hvor det modtagende koncernselskab i en omstrukturering af immaterielle aktiver er en *Cash Box* eller en *IP Box*. Det skyldes, at det anses som værende skatteoptimering, hvor der nægtes fradrag for transaktionerne. Moderselskabet skal være opmærksomt på, at sådanne transaktioner er kommercielt irrationelle.

TPG nævner, at det første trin i en omstrukturering er at afgrænse de omfattede transaktioner. Det skal være kommercielt eller finansielt rationelt at foretage disse transaktioner. Det betyder, at interne omstruktureringer skal stille hvert af koncernselskaberne bedre, end hvis transaktionen og omstruktureringen ikke var hændt. Baggrunden for omstruktureringen skal dokumenteres med udgangspunkt i, at der kan udarbejdes en analyse af forudsætningerne før og efter omstruktureringen. For moderselskaber betyder det, at det bliver muligt at vurdere de præcise effekter og resultater. Formålet med omstruktureringen må ikke alene være en optimering af betalbar skat, idet TPG fremhæver, at det er økonomisk irrationelt at foretage udelukkende skatteoptimeringer. Som løsning på det nævner TPG, at interne kommercielle omstruktureringers effekt skal måles før eventuelle skatteeffekter¹⁰³.

5.2.3 Beskatning og indkomstkorrigeeringer

TPG beskriver, at der opstår krav om beskatning af indkomspotentiale, hvis der sker en overdragelse af værdi, og at denne overdragelse ville udløse kompensation mellem uafhængige parter¹⁰⁴. Denne værdi kan være patent på en COVID-19-vaccine. Moderselskabet skal være opmærksom på, at en delvis flytning

¹⁰² https://borsen.dk/nyheder/politik/europas-ledere-er-enige-om-historisk-krisepakke-til-13600-mia-kr?fbclid=IwAR3vpTWdYVclaO4oCk2-XKTFgsxNge_A2EKg7YgqxqHFTxDxfzXBjdog3q0

¹⁰³ OECD TPG 2017, ART. 9.37

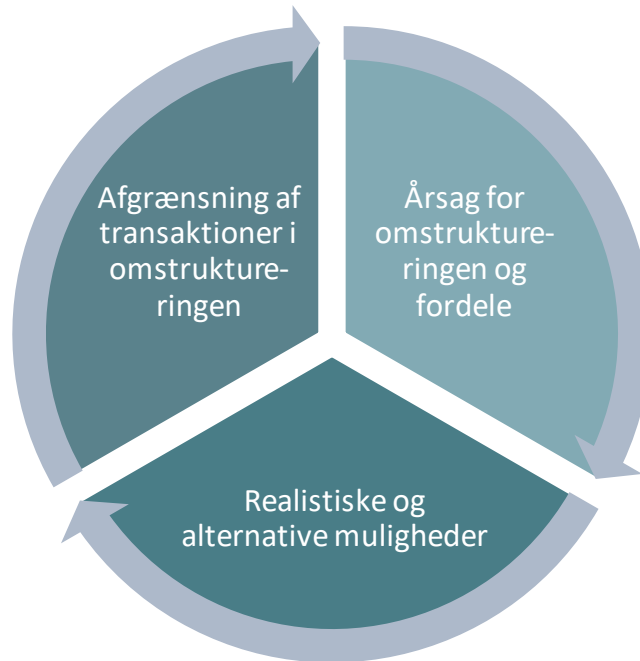
¹⁰⁴ OECD TPG 2017, ART. 9.10

af den strategiske styring af DEMPE-funktioner, hvori kontrollen ligeledes er involveret i overdragelsen, som udgangspunkt er en overdragelse af værdi. Det resulterer i, at indkomspotentialet og mulighed for fremtidig profit allokeres til nye steder i koncernen, som uafhængige parter ville blive kompenseret for.

De danske skattemyndigheder kan foretage indkomstjusteringer af den skattepligtige indkomst med hjemmel i LL § 2, SL § 4 -6 samt AL § 40 efter SFL §26 stk. 1. Det kan ske, hvis skattemyndighederne vurderer, at armslængdeprincippet ikke er overholdt i en omstruktureringstransaktion, og at prisen for overdragelsen af et specifikt aktiv ikke afspejler markedsprisen. Når skattemyndighederne foretager indkomstjusteringer, er moderselskabernes TP-dokumentation afgørende for, hvem der indestår med bevisbyrden. Det betyder, at skattemyndighederne har bevisbyrden, hvis de vurderer, at TP-dokumentation overholder dokumentationspligten. Hvis TP-dokumentationen er mangelfuld, er det moderselskabet, der har bevisbyrden, for at armslængdeprincippet er overholdt. I 2020 er det vigtigt, at moderselskaberne beskriver, hvordan COVID-19 påvirker de koncerninterne transaktioner, da skattemyndighederne kræver, at væsentlige forhold bliver beskrevet. Det omfatter særligt de forhold, der bevirker at forventningerne ved en intern omstrukturering ikke blev nået og det faktiske resultat (*ex post*) derfor er anderledes end budgetteret (*ex ante*).

5.3 Omstruktureringer på armslængde

Koncerninterne transaktionerne skal foretages på markedsvilkår. Hvis det ikke er tilfældet, kan der opstå konkurrencemæssige fordele for koncernen over for det resterende marked, der opererer på markedsvilkår. Skattemyndigheder i OECD-landene har muligheden for at foretage skattemæssige korrektioner til den skattepligtige indkomst for manglende skatteprovenu som resultat af, at armslængdeprincippet ikke overholdes. En dansk skattemæssig indkomstkorrektion kan være som følge af, at der mangler kompensation eller compensationen ikke vurderes at være passende i omstruktureringssituationen. TPG fremhæver, at armslængdeprincippet i en omstrukturering skal vurderes ud fra følgende tre aspekter:



Figur 11 – OECD's beskrivelser af relevante aspekter ved bestemmelse af armslængdebetingelser ud fra TPG ART. 9.14 – (egen tilvirkning)

Der skal ske en nøjagtig afgrænsning af transaktionerne i omstruktureringen, og hvordan funktioner, aktiver og risici fordeles efter omstruktureringen. En omstrukturering kan bestå af en ændring i en aftale mellem to koncernselskaber, hvoraf den ene fungerer som kontraktproducent og den anden part fungerer som *fully fledged* distributør. Omstruktureringen betyder, at der sker ændringer i koncernselskabernes kontrol over risici¹⁰⁵. Denne type omstrukturering giver udfordringer, da det er en kompliceret ændring af risici i forhold til udførte funktioner, der ændrer indkomstfordelingen. Det betyder, at moderselskaber skal undersøge, hvilke præcise transaktioner der omfattes af denne omstrukturering. Det skaber et grundlag for vurdering af armslængdekompensationen for omstruktureringen, samt fremtidige indkomstallokering.

I Danmark har COVID-19 påvirket flere brancher. Beklædningsbranchen har været påvirket af den danske regerings restriktioner, i forhold til at storcentre har været lukket ned, og at butikker har måttet holde

¹⁰⁵ OECD TPG 2017, ART. 9.15

lukket, fordi befolkningen skulle holde fysisk afstand. Tøj- og skoforretninger har oplevet en omsætningsnedgang på ca. 30 % i 2020 per maj måned sammenlignet med 2019¹⁰⁶. På fødevareområdet har online-aktører oplevet en markant fremgang i salget, hvor Nemlig.com har oplevet en fordobling i omsætningen i årets første fem måneder¹⁰⁷. Det er tegn på, at COVID-19-krisen ikke udelukkende medfører negative situationer, men samtidig kan påvirke befolkningen til at ændre adfærd og forbrugsmønstre, som moderselskaber kan gøre brug af. Moderselskaber bør i en omstrukturering fokusere på, hvilken værdiskabelse det overtagne immaterielle aktiv har, og hvordan det er påvirket af COVID-19, samt hvordan den fremtidige indkomstfordeling udarbejdes.

Moderselskaber skal beskrive årsagen til omstruktureringen, og hvilke fordele koncernen opnår ved denne. Beskrivelsen skal indeholde en detaljeret gennemgang af de koncernsynergier, der opstår, og hvorfor overdragelsen af immaterielle aktiver sker i en intern omstrukturering i stedet for til uafhængige parter. Under COVID-19 skal moderselskaber beskrive, hvordan koncernsynergierne påvirkes, og hvorvidt de opnås i samme grad som ønsket i omstruktureringen.

Det tredje trin i vurderingen af armslængdeprincippet i en omstrukturering er vurderingen af alternative tilgængelige muligheder. For at forstå de respektive positioner, og hvilke effekter omstruktureringen vil have, er det relevant at foretage en sammenlignelighedsanalyse. Det er medvirkende til, at koncernselskaberne identificerer sine kommercielle mål og strategier, samt muligheden for at opnå disse¹⁰⁸.

5.3.1 Identifikation af transaktioner og funktioner, aktiver og risici

Det kræver en funktionsanalyse for at identificere transaktioner, der påvirkes af omstruktureringen. Funktionsanalysen skal fokusere på koncernselskabernes reelle handlinger, kompetencer og kapacitet til at påtage sig funktioner, risici og kontrol over risici og aktiver¹⁰⁹.

Nationale og multinationale koncerner kan have forskellige organisationsstrukturer. Moderselskaber skal fokusere på, om der findes en mere optimal organisationsstruktur, hvis der skal træffes strategiske beslutninger, der hurtigt kan effektueres, når der opstår uforudsigelige begivenheder såsom COVID-19. Et

¹⁰⁶ <https://www.danskerhverv.dk/presse-og-nyheder/nyheder/her-er-detailhandlens-vindere-og-tabere-af-coronakrisen/>

¹⁰⁷ <https://www.danskerhverv.dk/presse-og-nyheder/nyheder/stor-vakst-i-e-handlen-med-fodevarer-under-coronakrisen/>

¹⁰⁸ OECD TPG 2017, ART. 9.27

¹⁰⁹ OECD TPG 2017, ART. 9.18

moderselskab skal undersøge, hvordan pengestrømmene og likviditeten mellem koncernselskaberne flyder. Det er meget individuelt, hvordan likviditetsstyringen sker i koncerner, og oftest er det tilpasset en centralisering, der er passende for koncernens aktivitet.

TPG vejledningen er ikke tilstrækkelig i forhold til, hvordan koncerner finder en mere optimal organisationsstruktur, der er med til at minimere risikoen for negative påvirkninger fra pandemier. Vejledningen kan uddybes med anbefalinger om, hvordan koncerner geografisk spreder DEMPE-funktioner udover forskellige lande for at minimere lokale påvirkninger, såsom restriktioner fra regeringer. Det vil betyde, at samtlige DEMPE-funktioner ikke påvirkes af enkelte lokale restriktioner, og kan være med til at sikre en mere stabil drift af koncernen.

Moderselskaber skal tage højde for, om forsyningskæder påvirkes af COVID-19 eller påvirkes af en lignende begivenhed i fremtiden. Det betyder, at moderselskaber skal undersøge aftaleforhold, produkt-egenskaber, økonomiske forudsætninger, forretningsstrategier samt udarbejde en funktionsanalyse.



Figur 12 – Sammenlignelsesfaktorer moderselskaber skal fokusere på – (egen tilvirkning)

Her undersøges faktiske transaktioner mellem afhængige parter for at vurdere det økonomiske rationale for disse transaktioner. Ifølge Skattestyrelsen er det et krav, at der opnås fordele for alle involverede koncernselskaber i en omstrukturering, og at omstruktureringen væsentligt stiller de koncernselskaberne

med et bedre udgangspunkt. Det er ikke tilstrækkeligt, at en koncern samlet set opnår fordele af omstrukturering. De enkelte koncernselskabers individuelle positive resultater før skat vil være en indikator for, at omstruktureringen er økonomisk rationel. Det økonomiske rationale betyder, at moderselskaber ikke indgår aftaler med datterselskaber, hvis moderselskaber opnår bedre aftaler med uafhængige selskaber¹¹⁰.

Der kan være opstået koncernsynergier før omstruktureringen, hvoraf koncernselskaberne drager fordele af hinanden, og hver bidrager til det fælles formål og strategi. Det betyder, at et moderselskab har etableret en global forsyningskæde, og flere af koncernselskaberne bidrager til de enkeltes værdikæde i den samlede forsyningskæde i en decentraliseret struktur. Det medfører, at overskuddet fordeles blandt koncernselskaberne, da de hver især bærer risici i relation til forsyningskæden. Forsyningskæden skaber stor driftsfordele og minimerer de totale omkostninger. Den samme forsyningskæde vil ikke være til stede i markedet. Skattemyndighederne skal vurdere koncernselskabernes købsvolumen og risikoen herved og herefter fordele den opnåede volumenrabat ud fra en betragtning om, at uafhængige parter ville gøre det samme¹¹¹.

5.3.2 Årsag og vurdering af omstrukturering

Moderselskaber skal beskrive de forretningsmæssige årsager bag omstruktureringen samt forventede fordele. De væsentlige faktorer er stordriftsfordele, effektivitets- og omkostningsbesparelser samt centraliseringer af funktioner og kontroller. Moderselskaber skal i TP-dokumentationen nøjagtigt beskrive årsagen bag omstruktureringen, samt hvilke forventede fordele denne frembringer til koncernen. TPG anbefaler, at man dokumenterer sine kilder til, hvilke koncernsynergier der opnås, og hvordan omstrukturering bidrager til disse. I 2020 er det vigtigt, at moderselskaber i TP-dokumentationen beskriver, hvis COVID-19 er den direkte årsag til omstruktureringen, skal påvirkningen heraf tydeligt forklares.

En omstrukturering må gerne være udført af forventede synergifordele og større profitallokering til koncernselskaber. Det kan være, at omstruktureringen bidrager til, at værdikæder effektiviseres, således at der opnås omkostningsbesparelser eller yderligere profit. Det betyder, at moderselskaber skal dokumentere, hvis omstruktureringen skaber et nyt indkomstpotentiale.

¹¹⁰ Skattestyrelsens juridiske vejledning - C.D.11.3.2.1

¹¹¹ OECD TPG 2017, ART. 9.25

Omstruktureringen kan være nødvendig for at bibeholde konkurrencemæssige fordele, men kan også medføre lavere effektivitet end før¹¹² på grund af fejlvurderinger af forventede synergier. I en omstrukturingsplan forventer Harley-Davidson at opsig 700 medarbejdere, der skal føre til omkostningsbesparelser på 42 mio. USD. Det er en direkte konsekvens af lavere salg under COVID-19 og skal sikre deres fremtidige konkurrencemæssige fordele¹¹³. I det tilfælde skal moderselskabet dokumentere den præcise årsag til omstruktureringen.

COVID-19's påvirkninger på befolkning og erhvervsliv medfører, at koncerner ønsker at foretage omstruktureringer, for at aktiver, funktioner og tilhørende risici omstruktureres til et land, der ikke er påvirket i samme grad som det nuværende. Det betyder, at omstruktureringer kan begrænse koncerntab. Derfor er det vigtigt at dokumentere tidligere realiserede resultater over for forventede fordele. Hvis der opstår en lavere efterspørgsel efter principalens aktivitet på grund af COVID-19, skal moderselskabet dokumentere det i sin TP-dokumentation, da det er en legitim årsag for en omstrukturering.

5.3.3 Alternative muligheder

Ifølge TPG er armslængdeprincippet baseret på en antagelse om, at uafhængige parter, når disse vurderer, om de vil indgå i en transaktion, sammenligner transaktionen med alternative muligheder, der er til rådighed. De uafhængige parter vil derfor alt andet lige kun indgå i en transaktion, hvis de ikke vurderer, at et alternativ vil stille dem bedre kommercielt eller økonomisk. Derfor er en sammenlignelighedsanalyse effektiv til at vurdere alternative muligheder¹¹⁴.

Der kan opstå situationer, hvor et *low risk* koncernselskab ikke har andre muligheder end at indgå i en omstrukturering og acceptere principalens betingelser. Det kan være tilfældet, hvis en opsigelse af længerevarende kontrakter er en del af omstruktureringen, hvor koncernselskaberne ville være stillet bedre, hvis ikke kontrakten var blevet opsagt. For at koncernselskaberne bliver stillet bedre, skal det vurderes, om der skal ske kompensation til de omstrukturerede koncernselskaber. Hvis skattemyndighederne gennemgår omstruktureringen og sammenligner den med tilsvarende situation mellem uafhængige parter, kan det medføre, at armslængdeprincippet ikke vurderes at være overholdt. Det betyder, at skattemyndighederne kan kræve en indkomstkorrektur af de transaktioner, der indgår i omstruktureringen¹¹⁵.

¹¹² OECD TPG 2017, ART. 9.26

¹¹³ <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/harley-davidson-vil-spare-millioner-og-skaerer-700-stillinger-fra1>

¹¹⁴ OECD TPG 2017, ART. 9.27

¹¹⁵ OECD TPG 2017, ART. 9.29 – 9.30

Moderselskaber og skattemyndigheder kan være uenige i indkomstkorraktionen, hvis moderselskaber stadigvæk mener, at transaktionerne er foretaget på markedsvilkår. For at undgå dette vejleder TPG om, at der kun skal pålægges skatteyderne yderligere dokumentationskrav, hvis der åbenlyst er eller har været mere attraktive muligheder. Det skal skattemyndighederne og moderselskabet lade indgå i vurderingen af armslængden, for at muligheden for efterfølgende indkomstkorraktioner mindskes til en administrativt onsmæssig fordel for skatteyderen¹¹⁶.

5.4 Forudsætninger for den interne omstrukturering

5.4.1 Forhold før og efter

Moderselskaber skal før og efter en intern omstrukturering undersøge, hvilke forhold der gør sig gældende. Det er muligt at vurdere omstruktureringens forhold som en helhed i stedet for at isolere de enkelte transaktioner i omstruktureringen¹¹⁷. Undersøgelsen skal indeholde specifikke vurderinger af, hvordan omstruktureringen ændrer på indkomstfordelingen, kompensationsmetoder og fordelingen af aktiver, funktioner og risici mellem koncernselskaberne.

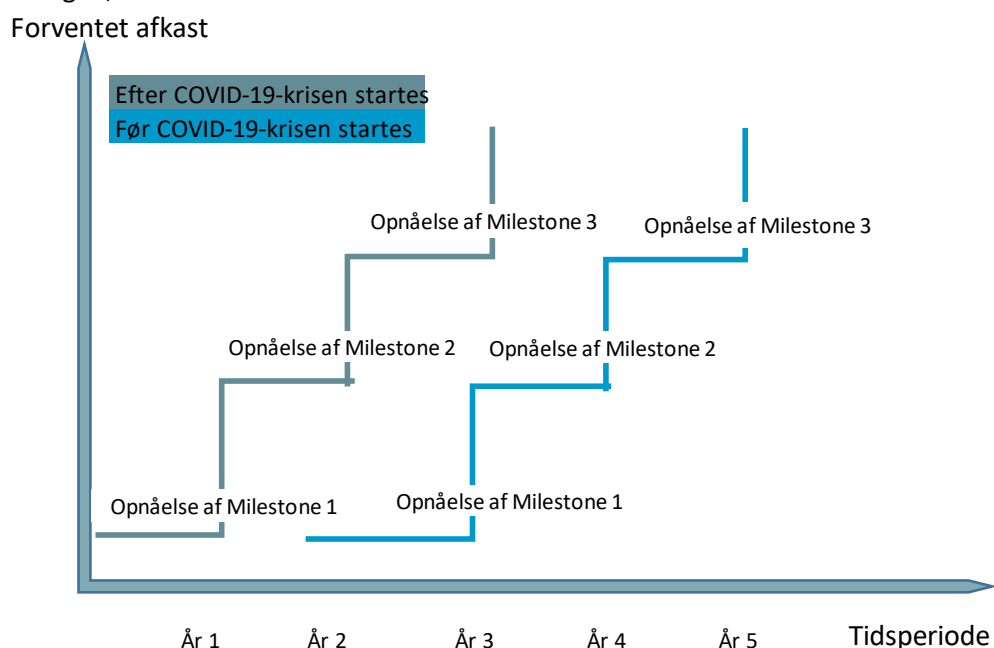
Det er vigtigt for moderselskaber at gennemgå indkomstfordelingen før og efter omstruktureringen. Der er en sammenhæng mellem forventet afkast, risici og kontrol, som ændrer sig, når omstruktureringen finder sted. Det betyder, at koncernselskabernes FAR-profiler undersøges for at vurdere, hvordan disse er før og efter omstruktureringen, hvor strukturen kan ændres fra en centraliseret til en decentraliseret struktur. Det medfører, at koncernselskabernes indtjeningsgrundlag og resultater før og efter omstruktureringen bliver synlige for moderselskaberne. Undersøgelsen er derfor en hjælp til moderselskaber for bedre at kunne forstå omstruktureringen¹¹⁸.

¹¹⁶ OECD TPG 2017, ART. 9.31

¹¹⁷ OECD TPG 2017, ART. 9.36

¹¹⁸ OECD TPG 2017, ART. 9.117

Moderselskaber skal være opmærksomme på, at kompensationsmetoden ændres efter omstruktureringen. I 2020, hvor *low risk* koncernselskabet kompenseres i omstruktureringen for at påtage sig en DEMPE-funktion, er det vigtigt for moderselskabet at undersøge påvirkningerne fra COVID-19. I tilfældet, hvor *low risk* koncernselskabet modtager compensation ud fra *Milestone* betalinger, skal de nuværende forhold undersøges i omstruktureringen. *Milestones* påvirkes af den nuværende markedssituation, som moderselskaberne skal tage højde for, da det medfører ændringer til compensationen. Nemlig.com har under COVID-19 oplevet kundefremgang som følge af restriktioner fra den danske regering, om at befolkningen skal holde sig indendørs i marts til april¹¹⁹, og at flere danskere holder deres sommerferie i Danmark. Det har medført, at Nemlig.com har valgt at udvide deres koncept til også at levere til sommerhusområder. Det betyder, at de strategiske mål opnås, før det var planlagt, som følge af COVID-19. Det påvirker *Milestone* betalingen, der er vist nedenfor:



Figur 13 – Sammenligning af opnåelse af Milestones før og efter COVID-19 – (egen tilvirkning)

Milestone, der udløser compensation, opnås tidligere, end projekteret før COVID-19, og resulterer i ændringer til kompensationsbetalingen for koncernselskabet i omstruktureringen. Vejledningen er ikke tilstrækkelig i vurderingen af pandemiers påvirkninger på kompensationsmetoder og forudsætningerne for

¹¹⁹ https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/nemligcom-skal-holde-fast-i-nye-kunder-efter-vildt-boost?fbclid=I-wAR3Ap7xJ7v3nr9J7RxLW_WiRDmxVE_Q4z8Xx8Z0TU7N2YxnrLy069JPNhc

omstruktureringen. TPG kan uddybes med anbefalinger om, hvordan moderselskaber håndterer påvirkninger af ændrede vilkår, der afspejler den nuværende situation. Det medfører, at moderselskaber bedre bliver vejledt i, hvordan nuværende forhold bliver påvirket fremadrettet, og hvordan det indgår i vurderingen af forudsætningerne for omstruktureringen.

DEMPE-funktioner kan overdrages fra principalen til et koncernselskab. Omstruktureringen medfører, at koncernen går fra at være en centraliseret til en decentraliseret struktur, hvor risici fordeles mellem koncernselskaber. Det overdragende koncernselskab, der har været et *fully fledged* selskab, omdannes til at være et *low risk* koncernselskab ved afgivelsen af sine funktioner, aktiver og risici. Moderselskabet skal være opmærksom på, at koncernens FAR-profil ændres som følge af denne omstrukturering. Omstruktureringen anses som værende af kommerciel og økonomisk rationel karakter, da der sker en decentralisering af risici og funktioner. Moderselskaber skal være opmærksom på, at begge koncernselskaber kan have oplevet omkostningsbesparelser, samt at den modtagende part kan have modtaget et nyt indkomstpotentiale. Disse økonomiske fordele skal kompenseres ud fra armslængdeprincippet og skal afspejle de nye påtagne risici og funktioner.

Moderselskaber er nødsaget til at lave foranstaltninger for at imødegå eller begrænse realiserede eller potentielle tab som følge af COVID-19. COVID-19 kan resultere i, at koncerner omstrukturerer deres aktiviteter væk fra et land, der er sundhedsmæssigt hårdt ramt af COVID-19. Det kan være fra USA, Brasilien eller Italien og til Australien, New Zealand eller Danmark, der har forskellige restriktionsniveauer og sundhedsniveauer¹²⁰. Under perioden fra marts og til september 2020 er der flere internationale koncerner, der har været nødsaget til at tage stilling til COVID-19's påvirkninger. Koncerner kan flytte rutinefunktioner til lande med mere fordelagtige politiske forhold, hvor risikoen for politisk og økonomisk ustabilitet er mindre, og hvor der eksisterer en bedre smittehåndtering. Danmark er et eksempel på et land, der under COVID-19-krisen har sikret et velfungerende erhvervsliv. Det afspejles af regeringens foranstaltninger og befolkningens håndtering af krisen, der medførte, at der i april 2020 var en nedadgående udvikling i indlagte patienter med COVID-19¹²¹. OECD vurderer, at Danmark er et af de lande, hvor økonomien bliver mindst ramt af de to mulige bølger i efteråret¹²². USA er et andet eksempel på en håndtering af COVID-

¹²⁰ <https://www.bloomberg.com/graphics/2020-coronavirus-cases-world-map/>

¹²¹ <https://www.sst.dk/da/corona/tal-og-overvaagning>

¹²² <https://www.oecd.org/economic-outlook/june-2020/>

19-krisen. Den 30. juli 2020 er smittefaren ikke under kontrol, og staten Florida sætter rekord for antal døde på et døgn på i alt 216 mennesker¹²³.

Håndteringen af pandemien skal være et fokuspunkt for moderselskaber, når konsekvenserne af en omstrukturering vurderes. TPG vejleder ikke i omstruktureringer ved pandemier. OECD kan med fordel udbygge vejledningen med afsnit om, hvordan koncerner skal forholde sig til pandemiers påvirkninger af armslængdeprincippet ved omstruktureringer.

5.4.2 Armslængdekompensationen

Forståelsen og identifikationen af transaktionerne, de tilhørende risici, funktionerne og de involverede immaterielle aktiver er grundlag for en korrekt armslængdekompensation. Det er vigtigt for de involverede koncernselskaber at være vidende om den aftaleregulerede overdragelse, samt hvad der reelt overdrages. Det skal identificeres, hvilket koncernselskab der er den økonomiske ejer af det immaterielle aktiv, der er genstand for overdragelsen. Det skal i en omstrukturering fremgå, hvilke koncernselskaber der fremadrettet skal varetage de tilhørende DEMPE-funktioner. Det danner grundlag for den retmæssige kompensation i omstruktureringen¹²⁴, der afhænger af de ændrede FAR-profiler.

Moderselskaber skal sikre en korrekt armslængdekompensation ud fra de faktiske resultater, der opstår, når aktiviteten vedrørende funktioner, aktiver og risici overdrages fra et koncernselskab til et andet. Moderselskaber skal fokusere på, at de danske skattemyndigheder kan exit-beskatte de værdier, der udtages af skattepligten i Danmark. Det betyder, at et immaterielt aktiv, der flyttes ud af Danmark med hjemmel i den danske lovgivning, skal exit-beskattes¹²⁵. Et moderselskab skal undersøge, hvorvidt det modtagende koncernselskab skal kompenseres i overdragelsen for denne exit-beskatning. Overdrageren skal betale en exit-beskatning, hvis transaktionen sker til en uafhængig udenlandsk part, hvorfor det skal afspejles i kompensationen. Det skyldes, at overdrageren ud fra en rationel økonomisk betragtning ønsker at blive kompenseret for yderligere omkostninger, hvis den modtagende part er beliggende i udlandet. Det skal fremgå af overdragelsesaftalen, hvis overdrageren kompenseres for denne pålagte exit-beskatning.

¹²³ <https://borsen.dk/nyheder/udland/usa-runder-150000-coronadode-florida-saetter-ny-rekord1>

¹²⁴ OECD TPG 2017, ART. 9.108 – 9.109

¹²⁵ Skattestyrelsens juridiske vejledning - C.C.6.9.2

Hvis COVID-19 påvirker koncernselskabernes økonomiske incitamenter for at indgå i en omstrukturering, skal moderselskaber tage højde for, om det påvirker armslængdekompensationen. Scandinavian Tobacco Group har i april 2020 valgt at foretage en omstrukturering som følge af COVID-19, der medfører omkostningsbesparelser og lukning af tre fabrikker. Det sikrer en minimering af effekterne fra COVID-19 og en bevarelse af koncernens finansielle position. De nedlagte fabrikkers funktioner fordeles ud til de resterende koncernselskaber¹²⁶. Hvis de modtagende koncernselskaber får en fordel ved at overtage aktivitet, skal det afgivende selskab kompenseres for nedlukningen. I en centraliseret struktur giver principalen kompensationen ved nedlukningen af et *low risk* koncernselskab, mens det i en decentraliseret struktur er det modtagende koncernselskab, der kompenserer i forhold til den modtaget fordel.

5.5 Delkonklusion

TPG-kapitel 9 omhandler omstruktureringer, der typisk er omdannelser af koncernselskaber, hvor risikofordelingen ændres. Under COVID-19 skal moderselskaber være opmærksomme på, om landes sundhedsmæssige tilstand og restriktioner påvirker den fremtidige værdiskabelse. Det skyldes nedlukninger af fabrikker på grund af karantæne, logistiske problemer forårsaget af grænselukninger, eksportforbud, handelsrestriktioner og lign., der påvirker moderselskabers forsyningskæder. Det medfører, at moderselskaber foretager omstruktureringer, der enten kan være midlertidige eller faste for at opretholde rentabiliteten. Omstruktureringen skal være af kommerciel rationel karakter, når immaterielle aktiver flyttes, da fordelene skal være større end de nuværende og fremtidige ulemper. Moderselskaber skal overveje den strategiske placering af DEMPE-funktioner for at minimere negative påvirkninger fra pandemier såsom COVID-19. TPG er ikke fyldestgørende med henblik på moderselskabers vurderinger af den sundhedsmæssige tilstand i de lande, der er involveret i omstruktureringen. TPG kan derfor uddybes med beskrivelser af, hvordan moderselskaber skal tage højde for de sundhedsmæssige forhold, samt hvordan koncerner geografisk spreder DEMPE-funktioner udover forskellige lande for at minimere lokale påvirkninger såsom restriktioner fra regeringer.

Under COVID-19-krisen skal principalen være opmærksom på, at kompensationsmetoden kan blive påvirket af effekter fra COVID-19. Det skyldes, at den nuværende markedssituation har indflydelse på, om forholdet hos et *low risk* koncernselskab har ændret sig, der fører til direkte ændringer af selve kompensationen. TPG vejledningen er ikke tilstrækkelig i vurderingen af pandemiers påvirkninger på kompensationsmetoder og forudsætningerne for omstruktureringen. TPG kan med fordel uddybes med anbefalinger om,

¹²⁶ <https://borsen.dk/nyheder/generelt/stg-aendrer-struktur-afskediger-800-ansatte1>

hvordan moderselskaber håndterer påvirkninger af ændrede vilkår, der afspejler den nuværende situation. Det medfører, at moderselskaber bedre vejledes i, hvordan nuværende forhold påvirker fremadrettet, og hvordan det indgår i vurderingen af forudsætningerne for omstruktureringen. Det fører til, at moderselskaber i en omstrukturering under COVID-19-krisen skal være særligt opmærksomme på følgende punkter:

- Der skal være beskrivelser af, hvordan COVID-19 påvirker de koncerninterne transaktioner, da skattemyndighederne kræver, at væsentlige forhold beskrives, særligt forskelle mellem faktiske (*ex post*) og budgetterede resultater (*ex ante*).
- Det skal i TP-dokumentationen fremgå, hvis COVID-19 er den direkte årsag til omstruktureringen.
- Der skal være en klar beskrivelse af, hvilke koncernselskaber der fremadrettet varetager de tilhørende DEMPE-funktioner, der danner grundlag for den retmæssige kompensation afhængigt af de ændrede FAR-profiler.
- Der skal være fokus på den strategiske placering af forsyningskæderne og DEMPE-funktioner for at minimere risikoen for påvirkninger fra pandemier.

6. Værdiansættelse under påvirkninger fra COVID-19

6.1 Indledning

Kapitlet belyser, hvordan parametre i en DCF-model estimeres, samt hvilke forhold der skal tages i betragtning, når der udarbejdes en værdiansættelse af en COVID-19-vaccine. Der anvendes aktuelle 2020-eksempler, herunder COVID-19-vaccine som et gennemgående eksempel for at vise praktiske udfordringer ved værdiansættelse i 2020. Ud fra armslængdeprincippet er det svært at udarbejde en værdiansættelse af unikke immaterielle aktiver (HTVI-aktiver), hvor der ikke er sammenlignelige transaktioner, som værdiansættelsen kan tage udgangspunkt i. Kapitlet gennemgår de overvejelser, som moderselskaber skal gøre sig i en omstrukturering, og hvordan COVID-19 påvirker værdiansættelsen af de immaterielle aktiver. Gennemgangen tager udgangspunkt i indkomstmetoden, da OECD vurderer, at omkostninger ikke er et udtryk for immaterielle aktivers værdi, og at der ved unikke immaterielle aktiver ikke er sammenlignelige referencetransaktioner¹²⁷. Vi gennemgår ikke EVA-modellen, da den fokuserer på afkastningsgraden til ejerne og den investerede kapital. Det betyder, at modellen udtrykker værdien af egenkapitalen og ikke den totale markedsværdi af de immaterielle aktiver. I værdiansættelsen benyttes derfor en DCF-model, der på baggrund af de fremtidige pengestrømme giver et udtryk for den totale markedsværdi af de immaterielle aktiver.

6.2 Beskrivelse af genstanden og betingelser for værdiansættelsen

Når et immaterielt aktiv indgår i en transaktion, skal moderselskabet udarbejde en værdiansættelse. I den skal der være en klar beskrivelse af det immaterielle aktiv og betingelserne, som transaktionen er foretaget på baggrund af. Skattestyrelsen har i *Transfer Pricing Værdiansættelsesvejledningen* fra 2009 oplistet otte punkter, der identificerer disse og gør, at Skattestyrelsen kan efterprøve værdiansættelsen i en kontrol af TP-dokumentationen. De beskrives nedenfor¹²⁸:

¹²⁷ OECD TPG 2017, ART. 6.142

¹²⁸ Skattestyrelsens værdiansættelsesvejledning, 5.1



Figur 14 – Gennemgang af punkter i en værdiansættelse ud fra Skattestyrelsen – (egen tilvirkning¹²⁹)

1. Identifikation af værdiansættelssubjektet

Der skal udarbejdes en beskrivelse af det immaterielle aktiv, for at det kan identificeres. I beskrivelsen skal der fremgå, hvilke forpligtelser, rettigheder og restriktioner der kan henføres til det immaterielle aktiv. AstraZenecas topchef har udtalt, at deres bud på en COVID-19-vaccine højst sandsynligt vil resultere i en årlig vaccination af befolkningen. I en værdiansættelse er det vigtigt, at moderselskaber gør sig antagelser om, hvor lang tid antistofferne opholder sig i kroppen fra en COVID-19-vaccine. I disse antagelser er det afgørende, om COVID-19-vaccinen skal tages en gang eller er en årlig vaccination. Det understøtter antagelserne om de fremtidige pengestrømme, som COVID-19-vaccinen genererer.

2. Beskrivelse af kontraktuelle vilkår

Moderselskaber skal beskrive de vilkår, som en transaktion er foregået på. Beskrivelsen skal indeholde informationer om overdragelsesprisen, betalingsbetingelser, og om der er særlige vilkår. Informationerne skal understøtte, at transaktionen er foretaget ud fra armslængdeprincippet, og at der ikke foreligger vilkår, der ikke ville forekomme mellem to uafhængige parter.

I en overdragelse af en COVID-19-vaccine beregnes overdragelsesprisen ud fra en DCF-model med udgangspunkt i indkomstmetoden. COVID-19-vaccinen er et unikt immaterielt HTVI aktiv, der ikke er færdigudviklet, hvor der ikke er nogen sammenlignelige referencetransaktioner, den fremtidige succes er svær

¹²⁹ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813258&chk=216301>

at forudse samt at omkostningerne til at udvikle vaccinen ikke er et udtryk for den mulige værditilvækst. Betalingen sker efter en *Milestone* model, da overdragelsen sker, mens COVID-19-vaccinen er under udvikling.

3. Angivelse af værdiansættelsesdato

Når en værdiansættelse udarbejdes, fastsættes en værdiansættelsesdato, der bruges som startdato. Denne bør stemme overens med overdragelsesdatoen, da dette er tidspunktet, hvor det immaterielle aktiv overdrages til dets nye ejere. Grunden til det er, at startdatoen har indflydelse på værdiansættelsen og prisen, som køberen betaler for det immaterielle aktiv. Hvis der ikke er sammenfald mellem disse datoer, skal der være en forklaring på, hvorfor forskellen ikke har indflydelse på prisen. Værdiansættelsesdatoen for COVID-19-vaccinen, der er i fase-4, er 1. september 2020 med overdragelse samme dag.

4. Angivelse af udarbejdelsesdato

Der behøver ikke være sammenfald mellem datoen for udarbejdelsen af værdiansættelsesrapporten og værdiansættelsesdatoen, da det ofte ikke er muligt. Det anbefales, at moderselskaber forsøger at minimere perioden mellem disse, da der kan være informationer i den mellemliggende periode, der har indflydelse på værdiansættelsen. Det understøtter de overvejelser og den værdi, ledelsen har været med til at acceptere på det givne tidspunkt. En værdiansættelsesrapport kan være udarbejdet, før COVID-19 brød ud i 2020, og de virkelige effekter af pandemien havde udfoldet sig, hvorfor datoen er vigtig i forståelsen af værdien. Datoen for udarbejdelsen af værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen er 1. september 2020.

5. Identifikation af transaktionsparter

I værdiansættelsesrapporten skal det fremgå, hvem der er køber og sælger i transaktionen. Transaktionen i omstruktureringen omfatter det overdragende danske moderselskab med navnet *Danish Pharmaceuticals A/S* og det modtagende amerikanske koncernselskab med navnet *American Pharmaceuticals Sales Ltd.*

6. Formål og præmisser for værdiansættelsen

Det skal af værdiansættelsesrapporten fremgå, hvad der har været formålet med udarbejdelsen af rapporten. Det kan være i et tilfælde, hvor et moderselskab vil påvise, at en transaktion mellem koncernselskaber er foretaget ud fra armslængdeprincippet, og at prisen i værdiansættelsen og vilkårene ville være opnået mellem uafhængige parter. Formålet med værdiansættelsen er, at COVID-19-vaccinen overdrages ud fra armslængdeprincippet fra det danske moderselskab til det amerikanske koncernselskab, mens det immaterielle aktiv er under udvikling i fase-4.

7. Informationskilder og forbehold

Det skal i værdiansættelsesrapporten fremgå, hvilke interne og eksterne kilder værdiansættelsen er baseret på. Det danner grundlag for validiteten. Hvis en betaværdi for en specifik industri ikke inkluderer alle selskaber, og datagrundlaget indeholder væsentlige mangler eller usikkerheder, skal moderselskaber beskrive, hvordan de tager højde for dette i værdiansættelsen.

Værdiansættelsen tager udgangspunkt i finansielle informationer i koncernen. De interne kilder kan være budgetter, opgørelse af udviklingsomkostninger og beskrivelse af det immaterielle aktiv. De eksterne kilder er offentligt tilgængelige informationer. Det kan være forhåndsprisaftaler mellem medicinalsekskaber og øvrige parter om fremtidigt salg af COVID-19-vacciner eller finansielle nøgletal. I DCF-modellen indgår forskellige elementer, hvor betaværdier er en af dem. Betaværdi er et udtryk for, hvordan specifikke industrier bevæger sig i forhold til det samlede marked. Damodaran er en anerkendt amerikansk forsker, der sammen med øvrige finansielle institutioner beregner og offentliggør betaværdier. Værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen tager udgangspunkt i betaværdier for den danske medicinalindustri, hvor der tages udgangspunkt i selskaber med en tilgængelig betaværdi. Det betyder, at værdiansættelsen udarbejdes med et forbehold for, at betaværdierne kun repræsenterer de tilgængelige medicinalsekskaber og ikke den samlede danske medicinalindustri.

8. Hvem har udarbejdet værdiansættelsesrapporten

Det skal fremgå af rapporten, hvem der har udarbejdet den. Det kan være moderselskabet selv eller en ekstern rådgivningsekskert. Det giver indikation af værdiansættelsesrapportens uafhængighed og mindsker risikoen for, at ikke alle koncernsekskabernes interesser afspejles. Værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen er udarbejdet af eksterne rådgivningseksperter for at sikre uafhængigheden af de involverede koncernsekskaber.

6.3 Beskrivelse af selskabet og dens omgivelser

Moderselskaber skal udarbejde en beskrivelse af koncernen og dens omgivelser. I beskrivelsen skal der indgå de forretningsmæssige aktiviteter. Det er vigtigt kun at inddrage de mest nødvendige informationer, da for mange informationer gør beskrivelsen mere kompleks. Skattestyrelsen anbefaler, at der i denne beskrivelse fremgår otte væsentlige punkter, som gennemgås nedenfor¹³⁰.

¹³⁰ Skattestyrelsens værdiansættelsesvejledning, 5.2

1. Den juridiske og organisatoriske struktur

Det skal fremgå, hvordan de enkelte koncernselskaber er forbundet med hinanden i organisationsstrukturen. Specifikke ejerforhold, og om andre koncernselskaber har kapitalandele eller øvrige interesser på datoen for værdiansættelsen skal præciseres. Det giver overblik over, hvem der har bestemmende indflydelse over koncernselskaberne, der indgår i transaktionen. I beskrivelsen skal der redegøres for, hvilke brancher koncernselskaberne er tilknyttet, deres geografiske lokation, og hvilke produkter og kunder der handles med. Der skal også fremgå, hvordan koncernselskaberne passer ind i organisationsstrukturen og den overordnede koncernstrategi.

2. Selskabernes og koncernens historie

Der skal være en beskrivelse af koncernselskabernes og koncernens historie, der skal give en indikation af den tidligere og nuværende økonomiske situation. I beskrivelsen skal det fremgå, om koncernen er vel-etableret eller nyopstartet, samt om der udvikles et nyt produkt. Det giver et indblik i, hvad moderselskabets egne forventninger er til fremtiden. I 2020 kan det være relevant for et moderselskab at beskrive, hvordan det minimerer truslen fra COVID-19, samt om COVID-19 har medført udvidelse af produkter. Under COVID-19 har det uafhængige danske selskab Wish valgt at indføre håndsprit som en ny vare i sortiment, da det var en mangelvare i det danske samfund. Moderselskaber skal beskrive, hvis en lignende situation har været gældende.

3. Tidligere transaktioner

Hvis et moderselskab før har foretaget en lignende transaktion, kan disse informationer indgå. Informationerne kan være med til at danne grundlaget for selve transaktionen eller blot indgå som et parameter i værdiansættelsen. Det er muligt at benytte koncerninterne og eksterne referencetransaktioner, så længe de benyttede informationer er tilgængelige. En COVID-19-vaccine er et unikt immaterielt aktiv, hvor der ikke er sammenlignelige referencetransaktioner. Det skyldes, at vaccinen adskiller sig væsentligt fra andre eksisterende vacciner, da der tidligere ikke har været udviklet en vaccine specifikt mod COVID-19. Moderselskaber skal beskrive, hvorfor de ikke har mulighed for at benytte sig af referencetransaktioner i 2020.

4. Koncernens forretningsmæssige aktiviteter

Der skal i beskrivelsen af moderselskabet fremgå en klar beskrivelse af deres aktiviteter, i forhold til hvilke produkter eller serviceydelser som det tilbyder samt dennes primære markeder og kunder. Det understøtter den nuværende og fremtidige økonomiske situation hos selskabet.

5. Væsentlige aktiver og forpligtelser

Her skal der fremgå en beskrivelse af selskabets vigtigste materielle og immaterielle aktiver, der har betydning for selskabets aktivitet. Der kan foretages en supplerende af selskabets eventuelle væsentlige forpligtelser. I beskrivelsen kan det fremgå, hvis selskabet har specifik viden eller kompetencer, der overordnet set vurderes at skabe værdi for selskabet.

6. Analyse af branchen og virksomhedens konkurrencemæssige situation

For at beskrive branchen og de konkurrencemæssige forhold kan der udarbejdes interne og eksterne analyser. Til den interne analyse kan et moderselskab benytte Michael Porters *Værdikædeanalyse*, hvor moderselskabets aktiviteter bliver præsenteret som en kæde, der tilsammen skaber værdi for dennes kunder og dermed giver moderselskabet en konkurrencemæssig fordel.

En analysemodel, der kan beskrive de eksterne forhold, kan være Michael Porters *Porters Five Forces*. Denne undersøger de konkurrencemæssige forhold i en branche, og hvilken markedsposition som moderselskabet har. Dette giver en indikation på den fremtidige vækst og indtjeningspotentiale. De interne og eksterne analyser kan samles i en SWOT-analyse, der giver et overblik over moderselskabets styrker, svagheder, muligheder og trusler.

7. Makroøkonomiske forhold

Dette er en analyse af de makroøkonomiske forhold, der har indflydelse på moderselskabets vækst og indtjeningspotentiale. Måden, hvorpå det kan blive gjort, er igennem en PESTEL-analyse, der undersøger de politiske, økonomiske, sociale og kulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold, der har indflydelse på moderselskabet og dets fremtidige aktiviteter. Denne udarbejdes for at vurdere de forhold, der påvirker konkurrencesituationen og moderselskabets position.

8. Politiske forhold

Moderselskaber skal undersøge de politiske forhold, der har indflydelse på selskabets fremtidige og nuværende aktiviteter. Det kan være nationale og globale forhold samt regeringernes mulighed for at udarbejde retningslinjer og restriktioner i et samfundsmæssigt perspektiv. Regeringer verden over har lavet restriktioner, der har været med til at ændre på befolkningens adfærd. Det kan være usikkert, om der i fremtiden kommer lignende restriktioner. OECD forudser, at der er to mulige scenarier, der indikerer, at der kommer yderligere en eller to smittebølger. Det er svært at forudsige, hvilke tiltag de forskellige regeringer verden over vil tage for at understøtte og minimere effekten af disse.

6.3.1 Regnskaber og analyser heraf

Det er relevant, at der er en sammenhæng mellem moderselskabernes beskrevne forhold og de underliggende historiske regnskabstal. Det bliver gjort i en analyse af de væsentligste regnskabsposter, der anvendes i værdiansættelsen. Analysen giver et indblik i den økonomiske udvikling, hvilket tidspunkt på året moderselskabet har den højeste omsætning og lign. Det medfører, at man i værdiansættelsen har mulighed for at normalisere tallene, så de giver et retvisende billede af moderselskabet og den undergående trend. Disse tal danner grundlag for budgetterne, som udarbejdes til værdiansættelsen¹³¹.

6.4 Værdiansættelsesmetode og fastsættelse af parametre

Værdiansættelse af et immaterielt aktiv handler om aktivets mulighed for indkomstgenerering i fremtiden. Værdiansættelsen udarbejdes ud fra antagelser og forudsætninger, der ligger til grund for det udarbejdede budget. De fremtidige pengestrømme tilbagediskonteres til en nutidsværdi, der er et udtryk for aktivets værdi i dag. I afsnittet beskrives indkomstmetoden og DCF-modellen samt modellens enkelte delelementer, og hvordan COVID-19 påvirker disse.

6.4.1 Værdiansættelsestilgang

Et immaterielt aktiv er ikke en vare eller en tjenesteydelse, der straks skaber værdi, men kan danne fundamentet for et nyt indtjeningsgrundlag over en længere periode. TPG fremhæver, at det kræver et indgående kendskab til det immaterielle aktivs tekniske egenskaber, dets økonomiske potentiale, koncernens strategi og lign. at værdiansætte det immaterielle aktiv¹³². Når moderselskabet vælger værdiansættelsestilgangen, er det vigtigt at vurdere, hvilken tilgang der bedst fremhæver aktivets værdi.

Værdiansættelse baseret på indkomstmetoden

Indkomstmetoden bruges, når det ikke er muligt at finde sammenlignelige ukontrollerede transaktioner. Det er tilfældet, hvis der er tale om et unikt immaterielt aktiv, der kan være et patent på en COVID-19-vaccine. Selvom værdiansættelsen ved brugen af indkomstmetoden tager udgangspunkt i de fremtidige pengestrømme, skal de gængse armslængdeprincipper overholdes. Det betyder, at moderselskabet skal undersøge, om der eksisterer mere fordelagtige markedsmuligheder, den økonomiske relevans og karakter, risici og aftalevilkår for transaktionen¹³³. Ved brugen af indkomstmetoden er der to grundlæggende

¹³¹ Skattestyrelsens værdiansættelsesvejledning, 5.3

¹³² OECD TPG 2017, ART. 6.186

¹³³ OECD TPG 2017, ART. 6.154

elementer, der skal benyttes. Disse er; de fremtidige pengestrømme i budget- og terminalperioden samt diskonteringsfaktoren, der benyttes i en tilbagediskontering af de fremtidige pengestrømme.

De fremtidige pengestrømme er den indkomst, der kan blive genereret på baggrund af aktivet. Det er vigtigt, at de fremtidige pengestrømme udviser et realistisk billede af, hvad der forventes af indkomst, og repræsenterer begge koncernselskabernes forventninger¹³⁴. Forventninger skal understøttes af de interne og eksterne analyser.

Diskonteringsfaktoren er et udtryk for tid og risiko og bruges til at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme til nutidsværdien på værdiansættelsesdatoen. Denne faktor understøtter den usikkerhed, der er i forbindelse med de fremtidige pengestrømme, hvorfor denne både er med til at kompensere køber og sælger af det immaterielle aktiv¹³⁵.

6.4.2 Discounted Cash Flow modellen

I udarbejdelsen af DCF-modellen benyttes to tilgange, hvor den ene tager udgangspunkt i de fremtidige pengestrømme, der går til ejerne og gældsejerne, hvor den anden alene fokuserer på den fremtidige pengestrøm til ejerne. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i *The Enterprise Value Approach*. Denne tilgang har fokus på den totale markedsværdi af det immaterielle aktiv¹³⁶.

The Enterprise Value Approach

Værdien er et udtryk for den totale markedsværdi af det immaterielle aktiv. De væsentligste elementer, der påvirker denne DCF-model, er de fremtidige pengestrømme og afkastkravet (WACC). Intuitionen bag det er, at desto større de fremtidige pengestrømme fra COVID-19-vaccinen er med en lavere WACC, desto højere bliver værdien af COVID-19-vaccinen. Hvis COVID-19-vaccinen genererer en konstant fremtidig pengestrøm. Formlen er placeret i bilag 1.

I praksis er der ikke nogen pengestrømme, der sker i uendelig tid. Det betyder, at formelen fremskrives i en budgetperiode og terminalperiode som følgende formel:

¹³⁴ OECD TPG 2017, ART. 6.156

¹³⁵ Skattestyrelsens transfer pricing vejledning, 3.1

¹³⁶ Financial statement analysis (2017)

$$Enterprise\ Value_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

I formlen fremgår variableerne g og n . n er antallet af år i budgetperioden. Budgetperioden er den periode, hvor COVID-19-vaccinen skaber en stigende indtjening. g er den konstante vækstrate i terminalperioden. Terminalperioden er tidspunktet, hvor udviklingen af de fremtidige pengestrømme bevæger sig ind i et såkaldt *steady state*. Det betyder, at indtjeningen fra denne periode lægger sig på et stabilt niveau, der afspejler den generelle prisudvikling¹³⁷.

COVID-19 har gjort det svært i medicinalindustrien at estimere en vækstrate, antallet af år for budgetperioden, og hvornår de fremtidige pengestrømme bevæger sig ind i et *steady state*. Det er væsentligt at tage højde for, om COVID-19-vaccinen bliver en årlig vaccination, der skaber en løbende indtjening, eller om vaccinen skal tages en gang for at udrydde virussen. Hvis det er tilfældet, at den kun skal tages en gang, skaber det ikke yderligere indtjening efter salget. Overvejelserne påvirker budgetperioden og forudsætningerne om, hvornår de fremtidige pengestrømme indtræder i en *steady state*¹³⁸. Det betyder, at moderselskaber skal vurdere, hvordan COVID-19-vaccinen vil virke, og hvordan de tilhørende pengestrømme sker. Det amerikanske medicinalsselskab Pfizer har indgået en aftale med USA om levering af 100 mio. doser af en potentiel COVID-19-vaccine¹³⁹. I aftalen har USA en option på at købe yderligere 500 mio. doser. Aftalen danner grundlag for, at Pfizer kan estimere de fremtidige pengestrømme. Der er en usikkerhed, om Pfizer kan få samme pris for COVID-19-vaccinen efter denne levering til USA. En række koncerner og sundhedsmyndigheder forsker i den samme COVID-19-vaccine verden over. OECD har estimeret, at 50 - 75 % af verdensbefolkningen skal vaccineres mod COVID-19, før pandemien ender¹⁴⁰.

COVID-19 påvirker, hvornår de fremtidige pengestrømme indtræder i *steady state*. En ekspert fra WHO vurderer, at man på seks måneder til et år har mulighed for at udbrede en COVID-19-vaccine til hundreder millioner af mennesker verden over¹⁴¹. Det betyder, at det tager flere år, før 50 – 75 % af befolkningen har fået en vaccine, og at pengestrømmene indtræder i et *steady state* ud fra en forudsætning om, at

¹³⁷ Financial statement analysis (2017)

¹³⁸ <https://hdr.mitpress.mit.edu/pub/pnp0pr4j/release/1>

¹³⁹ https://borsen.dk/nyheder/udland/usa-kaster-127-mia-kr-efter-100-mio-doser-af-mulig-covid-19-vaccine?fbclid=IwAR2D5V5Wq38Y9RrMFYCFIrNEXOBHMXbciOOudAyF5pJmnxN_qMUBT5DuNAg

¹⁴⁰ <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/treatments-and-a-vaccine-for-covid-19-the-need-for-coordinating-policies-on-r-d-manufacturing-and-access-6e7669a9/>

¹⁴¹ <https://www.financialexpress.com/lifestyle/health/how-will-coronavirus-end-in-india-will-we-get-covid-19-vaccine-former-top-who-expert-shares-scary-details/2028802/>

vaccinen skal tages en gang. Et andet tilfælde kan være, at COVID-19-vaccinen bliver en årlig vaccination, hvor *steady state* påvirkes af befolkningens ønske om en årlig vaccination. Moderselskaber skal være opmærksom på, at *steady state* i begge tilfælde indtræder på det tidspunkt, hvor pandemien er under kontrol. Den efterfølgende terminalperiode bliver påvirket af COVID-19-vaccinens virkning. Det har betydning, om vaccinen bliver en årlig vaccination eller en vaccine, som befolkningen alene skal introduceres til en gang.

Budget

TPG fremhæver, at nøjagtigheden af de fremtidige pengestrømme er vigtig, da de fremtidige pengestrømme og udviklingen i markedet på tidspunktet for værdiansættelsen er ukendte. Det betyder, at antagelserne for fremskrivningen er nøje undersøgt og veldokumenterede¹⁴². TPG anbefaler, at tid er et væsentligt aspekt at betragte, når budgetter og de fremtidige pengestrømme opstilles, da fremtidige pengestrømme er mere usikre, desto længere ude i fremtiden de realiseres. Hvis et moderselskab forventer, at der vil ske en vækst i omsætningen i fremtiden, skal der fastsættes en vækstrate, der fremskriver udviklingen. TPG foreslår, at udviklingen ikke blot fastsættes som en lineær udvikling, men skal lægge sig op ad selskabets tidligere erfaringer og lignende produkter i forhold til allerede eksisterende vækstmønstre. TPG nævner, at moderselskabet ligesom ved sin vækstrate tager udgangspunkt i lignende produkters indtjening, og gør sig antagelser om, hvorfor indtjeningen er anderledes, eller hvorfor indtjeningen ligner den sammenlignede indtjening¹⁴³.

Forecast

I værdiansættelsen handler det om at udlede en værdi, der udtrykker, hvor meget det immaterielle aktiv vil generere af fremtidig indkomst. Til dette udarbejder moderselskaber forudsigelser under forudsætning af et fremtidigt stadie, der giver udtryk for, om den nuværende trend fortsætter, eller om der sker ændringer. Det er vigtigt at tage højde for de offentligt tilgængelige informationer, når forudsætningerne og antagelserne udarbejdes, da det vil være den samme information, som uafhængige parter vil tage udgangspunkt i. *Value drivers* kan være strategiske eller finansielle, hvor de strategiske er de handlinger, et moderselskab vælger at foretage for at øge sin værdi. De strategiske kan også være at udvikle et nyt pro-

¹⁴² OECD TPG 2017, ART. 6.163

¹⁴³ OECD TPG 2017, ART. 6.169

dukt eller prøve at komme ind på et nyt marked, der skal være med til at øge moderselskabsindkomsten¹⁴⁴. Finansielle *value drivers* er finansielle nøgletal, der er med til at måle et moderselskabs finansielle performance. Nøgletallene er et resultat af de strategiske *value drivers*, der øger moderselskabets indkomst¹⁴⁵.

WACC

WACC er de gennemsnitlige kapitalomkostninger, der benyttes som diskonteringsfaktor, når nutidsværdien for det immaterielle aktiv beregnes. Dette kan gøres ud fra følgende formel¹⁴⁶:

$$WACC = \frac{NIBL}{NIBL + Equity} \cdot r_d \cdot (1 - t) + \frac{Equity}{NIBL + Equity} \cdot r_e$$

NIBL: består af den rentebærende gæld

Equity: består af egenkapitalen

r_d : udgør afkastkravet for den rentebærende gæld

r_e : udgør egenkapitalafkastkravet

t : udgør selskabsskattesatsen

Det er vigtigt, at de specifikke forhold omkring det immaterielle aktiv betragtes, hvilket kan være markedet og den geografiske lokation, da det påvirker, hvad en investor kræver i afkast for en investering. Det betyder, at en given investor vil være indforstået med de ændringer, der sker over tid. I formlen for WACC fremgår input som afkastkravet for den rentebærende gæld samt egenkapitalafkastkravet, der beregnes ud fra formel i bilag 2¹⁴⁷.

Den risikofrie rente er et udtryk for det afkast, som en investor vil få, hvis investoren foretager en risikofri investering. I praksis er det ofte renten på en 10-årig statsobligation i det land, som værdiansættelsen tager udgangspunkt i, da denne anses som værende risikofri. I krisetider som under COVID-19 vil investorer have tendens til at rykke deres investeringer over i mindre risikofyldte investeringer, som kan være statsobligationer. Grafen nedenfor illustrerer udviklingen i den risikofrie rente i månederne januar-december for året 2008 og januar-juli for året 2020. Udviklingen viser, at der sker et klart dyk i den risikofrie

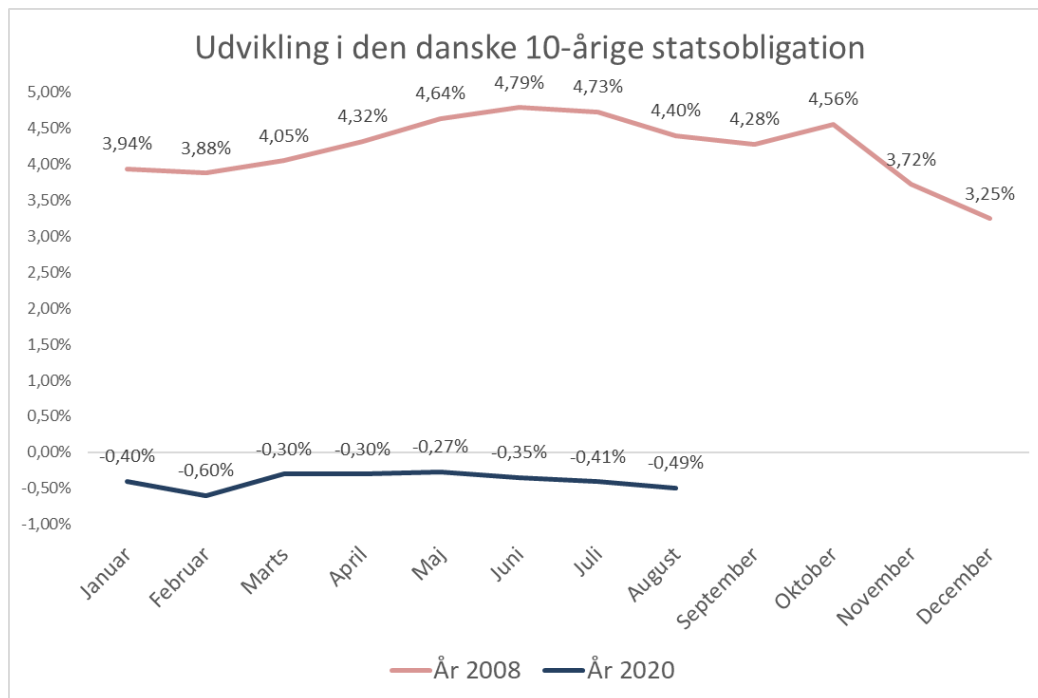
¹⁴⁴ Financial statement analysis (2017)

¹⁴⁵ Financial statement analysis (2017)

¹⁴⁶ Financial statement analysis (2017)

¹⁴⁷ Financial statement analysis (2017)

rente, i månederne efter at Lehman Brothers indgav konkurs den 15. september 2008. Det er et udtryk for, at flere investorer efterspurgte statsobligationerne, da renten på obligationerne faldt, fordi der var mange, der efterspurgte disse. I modsat fald vil renten stige, hvis efterspørgslen falder.

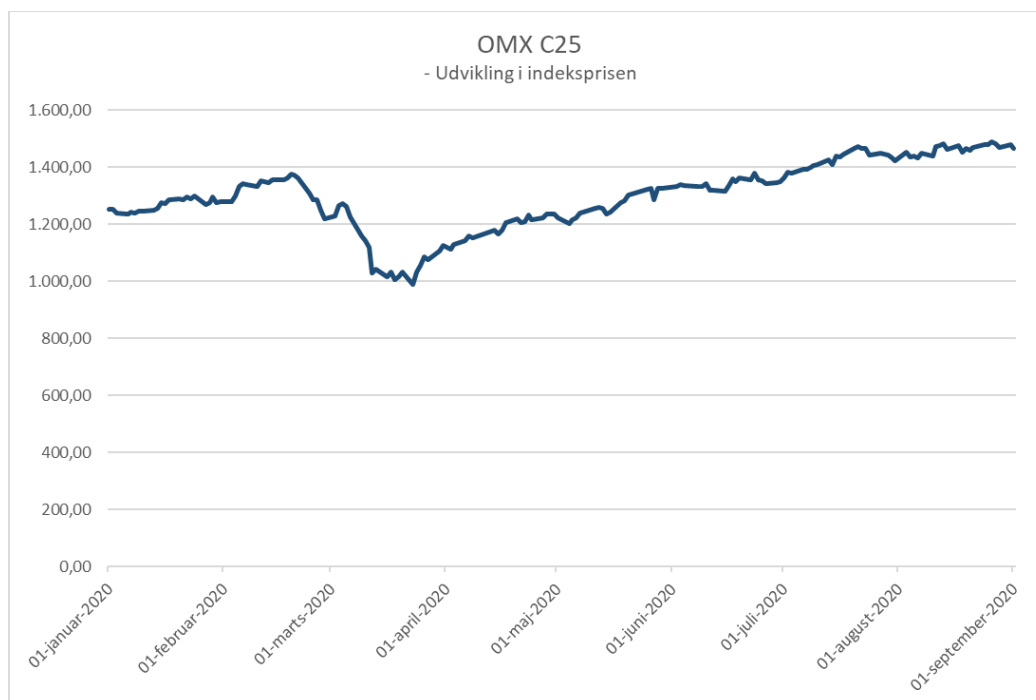


Figur 15 – Udvikling i en 10-årig statsobligation fra jan-dec 2008 samt jan-aug 2020 - (egen tilvirkning på baggrund af data fra Danmarks Statistik¹⁴⁸)

Under COVID-19 er udviklingen i renteniveauet mere stabil. I januar-februar 2020 er der uroligheder i takt med pandemiens udbrud, der forårsager store udsving i aktiepriserne¹⁴⁹. Det er illustreret i grafen nedenfor, der viser udviklingen i prisen på C25-indekset:

¹⁴⁸ <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>

¹⁴⁹ <https://finans.dk/investor/ECE11841190/kapitalforvalter-forventer-urolige-aktiemarkeder-i-2020/?ctxref=ext>



Figur 16 – Udvikling i indeksprisen på OMX CAP 25 – (egen tilvirkning på baggrund af data fra Nasdaq¹⁵⁰)

Grafen viser, at der fra januar til slutningen af marts sker et fald på -10,6% i prisen på C25-indekset. Det medfører tilsvarende, at der sker et fald i den risikofrie rente, da flere investorer vælger at søge væk fra faldende aktiekurser og over i mere sikre investeringer. Fra februar til marts sker der en stigning i den risikofrie rente, der gør, at renteniveauet igen svarer til niveauet i januar 2020. Stigningen skyldes primært regeringers etablering af diverse hjælpepakker, et fald i antal COVID-19-smittede og genåbningen af samfundene i april¹⁵¹. Det resulterer også i, at prisen på C25-indekset stiger, i takt med at færre investorer efterspørger statsobligationer. Efterfølgende er markedsforventningerne mere stabile under COVID-19, og den risikofrie rente forholder sig lav i perioden fra april til slutningen af maj.

Det stabile renteniveau ændres i juni og juli, hvor renten begynder at falde igen. Rentefaldet skyldes, at flere lande i juni og månederne frem er begyndt at se en stigning i antallet af smittede med COVID-19, hvilket er med til at øge risikoen for en anden smittebølge. Det medfører, at flere lande er begyndt at

¹⁵⁰ http://www.nasdaqomxnordic.com/indeks/historiske_priser?Instrument=DK0060775369

¹⁵¹ <https://www.pwc.dk/da/artikler/2020/04/sadan-pavirker-covid-19-vaerdiansaettelsen-af-virksomheder.html>

lukke ned igen og genindføre en række restriktioner for at minimere smittestigningen. Det medfører uro-ligheder på de finansielle markeder, da investorerne ikke ved, hvad de kan forvente af en anden smitte-bølge. For at sikre sig mod risikoen for fald, som ligner dem under første smittebølge, er investorer i sti-gende grad begyndt at efterspørge danske statsobligationer¹⁵². På trods af at der sker et fald i renten på den 10-årige statsobligation, medfører det ikke, at prisen på C25-indekset falder. I samme periode er der sket en stigning i C25-indekset på over 9 %. Det skyldes primært, at de danske selskaber i C25-indekset under COVID-19-krisen har udvist en kvalitet og omstillingsparathed, der har gjort, at de har leveret bedre resultater, end man kunne forvente. Det betyder, at der i det første halvår af 2020 har været en værditil-vækst på 17,5 %, hvilket er langt højere end det tyske, svenske og britiske aktieindeks, der ligger lavere, end ved årets begyndelse¹⁵³. Det medfører, at investorer vurderer, at der er en lavere risiko ved at inve-tere i danske selskaber, da selskaberne har modstået COVID-19-krisen bedre.

Finanstilsynet vurderer, at der i de kommende år, på trods af udsving i C25-indekset og den risikofrie rente, vil være et stabilt dansk renteniveau – på et niveau tilsvarende niveauet i 2020. Det indebærer, at der kan opstå kortvarige stigninger i renteniveauet, der senere udlignes¹⁵⁴. Det betyder, at moderselska-bet i værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen skal bruge gennemsnitsværdien af den risikofrie rente for månederne januar-august 2020 på -0,39 %. Det skyldes, at det forventes, at tendenser, der ligner tenden-serne fra det første halvår i 2020, indtræder i de kommende år, og derfor er værdien udtryk for den frem-adrettede tendens.

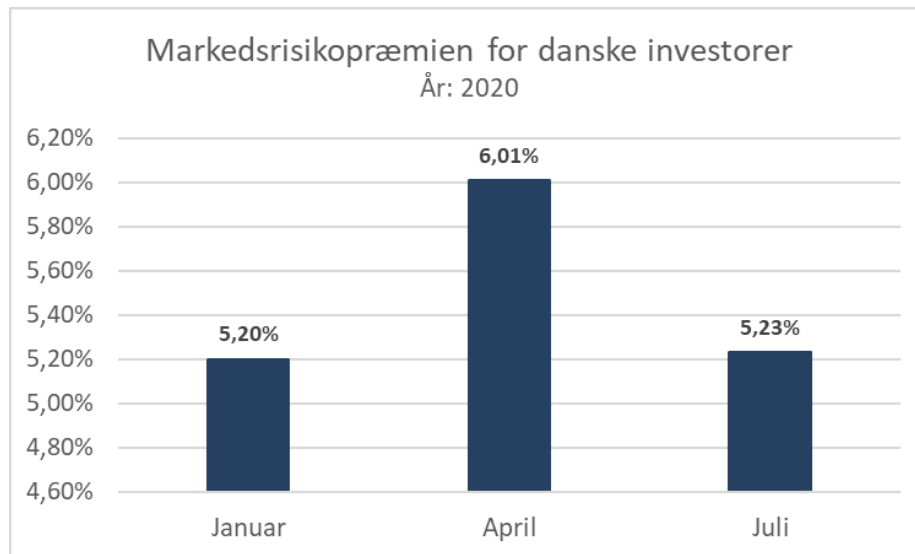
Markedsrisikopræmien er udtryk for det merafkast, som en investor forventer at få ved at investere i aktier frem for obligationer. Dette merafkast kan fastsættes ud fra tre forskellige metoder: 1) at spørge de forskellige investorer, hvad de vil kræve i markedsrisikopræmier, 2) at gennemgå tidligere markedsri-sikopræmier, der er anvendt i øvrige værdiansættelser, og 3) at overveje, hvad man som selskab vil tænke, at investorerne forventer. Nationalbanken har i februar 2020 før nedlukningen af Danmark foretaget en undersøgelse, hvor det er påvist, at investorerne generelt kræver et afkast på 7 % i en aktieinvestering kontra en obligationsinvestering. I forlængelse heraf er der generelt kommet en større spredning mellem

¹⁵² https://www.iyskebank.dk/wps/wcm/connect/ifo/faa6ae03-9601-465b-a70e-9129b97b87fb/Renteprognose+august+2020.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P20418S0N05640Q0MBPDF1PE7-faa6ae03-9601-465b-a70e-9129b97b87fb-neZRGJ6

¹⁵³ <https://www.dr.dk/nyheder/penge/vildt-corona-comeback-danske-aktier-er-blevet-50-procent-mere-vaerd-paa-fire-maaneder>

¹⁵⁴ <https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2020/Risikobillede01072020>

disse investeringer, da renten på en 10-årig statsobligation over årene løbende er faldet, samtidig med at investors krævede afkast er fastholdt¹⁵⁵. Under COVID-19 har risikobilledet ændret sig, hvilket den amerikanske forsker Damodaran fra NYU Stern School of Business har undersøgt. Det er sket ud fra en beregning af den generelle markedsrisikopræmie for Danmark i månederne januar, april og juli 2020. Markedsrisikopræmien er vist nedenfor:



Figur 17 – Markedsrisikopræmien i januar, april og juli for danske investorer – (egen tilvirkning på baggrund af data fra New York University Aswath Damodaran¹⁵⁶)

Der er en klar udvikling i markedsrisikopræmien, der afspejles i månederne under COVID-19. I januar 2020 var det uvist, hvordan COVID-19 ville påvirke det globale samfund. I april blev der indført restriktioner fra regeringer verden over, der medførte en stor usikkerhed om, hvad fremtiden ville bringe, hvilket afspejles i udviklingen ovenfor. I juli 2020 er markedsrisikopræmien normaliseret til et niveau, som før COVID-19 blev anset som en alvorlig trussel i marts 2020. Det skete, i forlængelse af at flere regeringer var ved at åbne samfundene op igen, hvilket fastholdt investorenes optimisme. På trods af at der i juni og månederne frem sker en stigning i antallet af COVID-19-smittede og den risikofrie rente falder, fastholder investorerne deres optimisme med hensyn til de danske selskaber, da C25-indekset oplever en værditil-

¹⁵⁵ https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2020/02/NYT_nr.%202_Risikopr%C3%A6mien%20p%C3%A5%20aktier%20%C3%B8get%20mens%20renter%20er%20faldet.pdf

¹⁵⁶ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

vækst i månederne på 9 %. Det viser sig, at investorernes risikobillede, hvad angår det danske aktiemarked, har ændret sig siden april 2020, hvor markedsrisikopræmien for 2020 var på sit højeste. Det skyldes hovedsageligt, at danske selskaber har leveret bedre resultater end forventet under COVID-19-krisen.

I værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen skal moderselskabet anvende gennemsnitsværdien på 5,48 % for markedsrisikopræmien beregnet ud fra værdierne i januar, april og juli 2020. Det skyldes, at investorer generelt vurderer, at aktiemarkedene er på vej op efter det store fald i aktiemarkedene i marts måned¹⁵⁷, og at et gennemsnit giver en nuanceret værdi, der inddrager de mulige effekter, en anden smittebølge kan have på investorernes markedsforventninger og risikobillede.

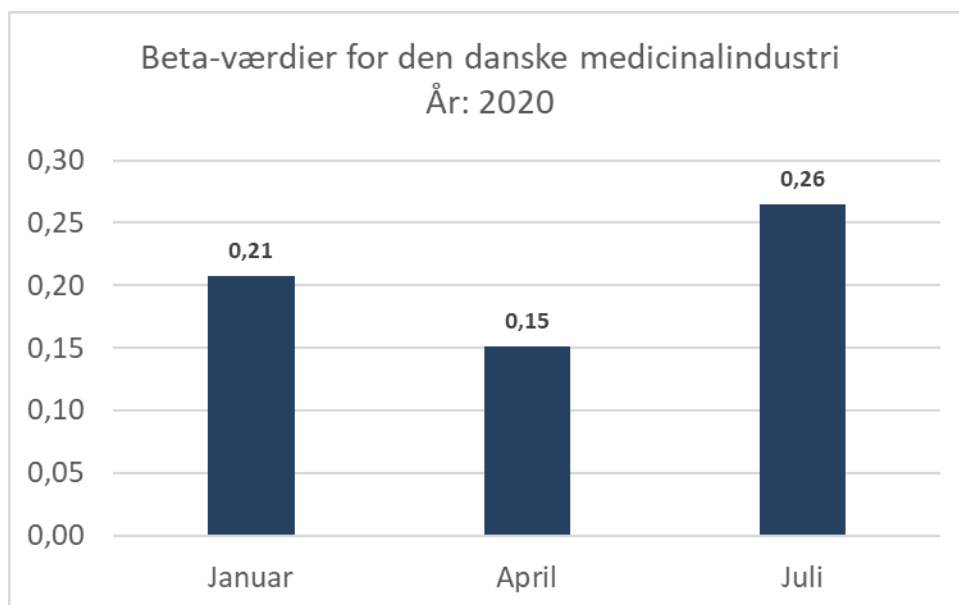
Beta, også kaldet den systematiske risiko, måles i forhold til markedsporteføljen og beskriver forholdet mellem risikoen og det forventede afkast sammenholdt med en markedsportefølje. Markedsporteføljen afspejler en investering i hele markedet. Beta kan beregnes ud fra følgende formel:

$$\beta = \frac{Cov(r_p, r_b)}{Var(r_b)}$$

Damodaran har for beta-værdier årligt foretaget statistiske beregninger af medicinalindustrien. I januar 2019 havde den europæiske medicinalindustri en beta-værdi på 1,26, hvor den i januar 2020 var 1,23¹⁵⁸. Vi har ud fra Damodarans data isoleret den danske medicinalindustri og beregnet den gennemsnitlige beta-værdi for denne ved at anvende ovenstående formel for månederne januar, april og juli 2020, der svarer til månederne for markedsrisikopræmien. Beta-værdierne viser et statisk billede for de angivne måneder, der beregnes på baggrund af det daglige afkast for den isolerede danske medicinalindustri sammenholdt med det danske C25-indeks. Markedet har en beta-værdi på 1, og en beta-værdi lavere end 1 betyder, at en investering er mindre risikofyldt end en investering i markedet. Den danske medicinalindustri har under COVID-19 en lavere beta-værdi end markedet og den europæiske medicinalindustri, set i forhold til værdien fra januar 2020. Det betyder, at investorer vurderer, at industrien er mindre risikofyldt end det generelle marked under COVID-19 og derfor kræver et lavere afkast.

¹⁵⁷ <https://borsen.dk/nyheder/investor/investoroptimismen-bider-sig-fast-vi-er-i-et-nyt-bull-marked>

¹⁵⁸ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>



Figur 18 – Beta-værdier jan, apr og jul 2020 for den danske medicinalindustri – (egen tilvirkning på baggrund af data fra Nasdaq¹⁵⁹)

Moderselskabet skal i værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen bruge en beta-værdi, der strækker sig over en længere periode, for at sikre, at værdien afspejler en så præcis korrelation med markedet som muligt. Det medfører, at man benytter den gennemsnitlige 5-årige beta-værdi for den danske medicinalindustri per 1. september 2020 på 0,93. Det viser, at den danske medicinalindustri i de seneste fem år har korreleret med udviklingen i det danske aktiemarked. Det understøtter derfor brugen af en generel markedsrisikopræmie for danske investorer på medicinalmarkedet, da beta-værdien afspejler den samme risikoprofil som på det generelle marked.

Det selskabsspecifikke risikotillæg anvendes ofte, når der foretages investeringer i risikofyldte aktiver, hvor risikoen ikke afspejles i nogen af de andre elementer i WACC eller budgetteringen. Det betyder, at de immaterielle aktiver vurderes til at være mere risikofyldte at investere i end de selskaber, der danner grundlag for beta-værdien, og derfor skal tillægges et risikotillæg¹⁶⁰. I værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen tager moderselskabet højde for den selskabsspecifikke risiko i budgetteringen af de fremtidige pengestrømme. Her vurderer moderselskabet udviklingen i produktionsvolumen i takt med stigende konkurrence og fremtidige garantier, som principalen skal betale. Det betyder, at der ikke skal tillægges et yderligere selskabsspecifikt risikotillæg, da risikoen afspejles i markedsrisikopræmien og budgetteringen.

¹⁵⁹ <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier>

¹⁶⁰ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813223>

Selskabsskatten er skatteprocenten i det land, hvor det immaterielle aktiv befinder sig. Moderselskabet skal vurdere, om skatteprocenten ændrer sig over tid, og indarbejde det i WACC. Under COVID-19 har regeringer verden over indført erhvervsstøtte. Den danske regering har i samarbejde med Nationalbanken valgt at opjustere salget af statsobligationer fra 75 mia. DKK til 125 mia. DKK for at afbøde konsekvenserne af COVID-19-krisen¹⁶¹. På trods af den stigende gældsætning vurderes det ikke, at den danske selskabsskatteprocent ændrer sig i de kommende år, hvorfor moderselskabet i værdiansættelsen af COVID-19-vaccine skal benytte en fast procentsats på 22 %.

I overdragelsen af de immaterielle aktiver vedrørende COVID-19-vaccinen fra Danmark til USA kan der være uenigheder mellem skattemyndighederne angående de anvendte parametre i værdiansættelsen. Det betyder, at de amerikanske skattemyndigheder kan mene, at der i værdiansættelsen skal benyttes en amerikansk skattesats, da den fremtidige aktivitet primært vil være i USA. På trods af indvendinger fra andre landes skattemyndigheder er det stadigvæk Skattestyrelsens opfattelse, at værdiansættelsen skal tage udgangspunkt i de betingelser, der er gældende for de konkrete immaterielle aktiver på tidspunktet for værdiansættelsen. Udgangspunktet er derfor, at der efterfølgende ikke ændres i værdiansættelsen af de immaterielle aktiver, hvis Skattestyrelsen vurderer, at parametrene i værdiansættelsen er passende.

Renteniveauet ligger på et stabilt niveau, og investorer er villige til at betale for at placere deres penge i en risikofri investering. Markedsrisikopræmien var kortvarigt påvirket, men har vist sig at være tilbage på samme niveau som før COVID-19. Beta-værdien for medicinalindustrien i Danmark har de seneste 5 år fulgt det generelle marked, hvilket medfører, at moderselskabet kan benytte den generelle gennemsnitlige markedsrisikopræmie for investorer i Danmark.

6.6 Delkonklusion

I værdiansættelsen af unikke immaterielle aktiver, der vedrører en COVID-19-vaccine, skal værdiansættelsen tage udgangspunkt i indkomstmetoden. Det skyldes, at der ikke er sammenlignelige referencetransaktioner, og at TPG ikke anser omkostninger som værende et udtryk for værdi. Det medfører, at de immaterielle aktiver bliver værdiansat ved brugen af DCF-modellen. Modellen fokuserer på de fremtidige pengestrømme og er derfor et udtryk for de immaterielle aktivers totale markedsværdi. De væsentligste elementer i DCF-modellen er budgetteringen og WACC.

¹⁶¹ <https://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/publikationer/Sider/Aendring-til-strategi-for-statens-laantagning-i-2020.aspx?fbclid=IwAR30PQsZlbbfDJ-6u3KOFf6lN2uwIJB7v4hhfhIjIA258uxCBeOxIsC1slo>

Budgetteringen er opdelt i to perioder, der er budgetperioden og terminalperioden, som danner grundlag for de fremtidige pengestrømme. Budgetperioden udtrykker den løbende udvikling i omsætningen og omkostninger, inden disse stabiliserer sig og overgår til *steady state* i terminalperioden. Terminalperioden afspejler de konstante fremtidige pengestrømme, som de immaterielle aktiver vil generere resten af deres levetid. Budgetteringen baserer sig på offentligt tilgængelige data samt de fremtidige forventninger til udviklingen i omsætningen og omkostninger. Det skyldes, at uafhængige parter vil basere sig på samme informationer, hvorfor overdragelsesprisen fastsættes ud fra armslængdeprincippet.

WACC er den diskonteringsrente, der benyttes til at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme. De centrale elementer i WACC er den risikofrie rente, markedsrisikopræmien, beta og det selskabsspecifikke risikotillæg. Under COVID-19-krisen har der været udsving i den risikofrie rente. Det skyldes urolighederne på aktiemarkedet i takt med pandemiens udbrud, der forårsagede store udsving i aktiepriserne. Efterfølgende har renteniveauet været mere stabilt, og det forventes, at de tendenser i renteniveauet, som har vist sig månederne januar-august 2020, vil fortsætte de kommende år. Det betyder, at moderselskabet i værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen skal bruge gennemsnitsværdien af den risikofrie rente for den angivne periode.

COVID-19-krisen har ændret danske investorers forventninger, der har medført samme svingende tendens i markedsrisikopræmien som for den risikofrie rente. Moderselskaber skal i værdiansættelsen af de immaterielle aktiver skal anvende gennemsnitsværdien af de mest aktuelle markedsrisikopræmier på tidspunktet for værdiansættelsen. Det skyldes, at et gennemsnit giver en nuanceret værdi, der inddrager de mulige effekter, en anden smittebølge i efteråret kan have på markedsforventningerne og risikobilledet.

Moderselskabet skal i værdiansættelsen af COVID-19-vaccinen bruge en beta-værdi, der strækker sig over en længere periode, for at sikre, at værdien afspejler en så præcis korrelation med markedet som muligt. Det medfører, at man benytter den gennemsnitlige 5-årige beta-værdi for den danske medicinalindustri på det pågældende tidspunkt for værdiansættelsen.

Det selskabsspecifikke risikotillæg anvendes ofte, når der foretages investeringer i risikofyldte aktiver, hvor risikoen ikke afspejles i nogen af de andre elementer i WACC eller budgetteringen. Moderselskabet skal i værdiansættelsen af en COVID-19-vaccine tage højde for den selskabsspecifikke risiko i budgetteringen af de fremtidige pengestrømme. Det betyder, at der ikke skal tillægges et yderligere selskabsspecifikt risikotillæg, da risikoen allerede afspejles i markedsrisikopræmien og budgetteringen.

7. Hvordan skal et patent på en vaccine mod COVID-19 værdiansættes i forbindelse med en omstrukturering i en multinational koncern?

7.1 Indledning

Dette kapitel har til formål at belyse, hvordan armslængdeprincippet, håndteringen af immaterielle aktiver, interne omstruktureringer og værdiansættelse behandles i en egenudviklet case. Kapitlet viser derfor, hvordan den teoretiske viden fra udarbejdelsen af afhandlingen benyttes i forbindelse med en omstrukturering i en koncern, der er i gang med at udvikle en COVID-19-vaccine i 2020. Det er en fiktiv case, hvor DEMPE-funktioner og immaterielle aktiver flyttes over landegrænser for at vise, hvordan armslængdeprincippet skal overholdes, når placering og udførelse af funktioner, immaterielle aktiver og risici ændres i koncernen.

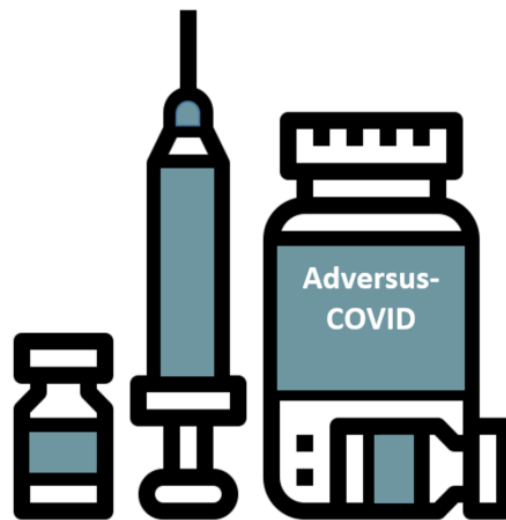
7.2 Baggrund og beskrivelse af Danish Pharmaceuticals-koncernen

Danish Pharmaceuticals A/S er et dansk aktieselskab, der fungerer som moderselskab i *Danish Pharmaceuticals*-koncernen. Moderselskabet blev stiftet i 2010 ved en fusion mellem flere små danske medicinalsselskaber, som hver især fokuserede på udviklingen af vacciner. Fusionen havde til formål at skabe en koncern med stor ekspertise inden for udviklingen af vacciner samt at øge muligheden for at kunne konkurrere mod store internationale medicinalkoncerner. Moderselskabet har gennem årene oparbejdet en veldrevet koncern, der har udarbejdet banebrydende, succesrige vacciner mod EBOLA og svine- og fugleinfluenza. De er på rekordtid blevet udviklet og distribueret til hele verden gennem koncernens egne udenlandske udviklings-, produktions- og salgsselskaber. Det skyldes især, at moderselskabet har investeret kraftigt i banebrydende teknologi inden for udvikling af vacciner, der har givet dem en konkurrencemæssig fordel. Moderselskabets store succes har tiltrukket global opmærksomhed, og i 2018 købte den amerikanske kapitalfond *Golden Capital Ltd.* alle aktierne i moderselskabet. Kapitalfonden har ry for at fokusere på at skabe profit i de selskaber, som de ejer. Det har medført, at det danske moderselskab *Danish Pharmaceuticals A/S* har ændret deres primære fokus fra at fremme sundheden blandt verdensbefolkningen til at skabe profit for deres ejere.

Danish Pharmaceuticals A/S valgte i marts 2020 at påbegynde udviklingen af en potentiel COVID-19-vaccine. Vaccineudviklingen sker i samarbejde med Rigshospitalet, hvor det danske moderselskab stiller viden og ressourcer til rådighed, mod at Rigshospitalet bidrager med testfaciliteter. I samarbejdet indgår der en aftale om, at *Danish Pharmaceuticals A/S* opnår juridisk og økonomisk ejerskab af vaccinen.

Moderselskabet oplever hurtigt et gennembrud i vaccineudviklingen, og på rekordtid opdages og udvikles vaccinen mod COVID-19. I slutningen af juli 2020 har vaccinen været igennem fase-3, der har udvist positive resultater. Samarbejdet med Rigshospitalet har vist sig at være effektivt, og testpersoner, der har modtaget vaccinen, har ikke udvist nogen bivirkninger. Vaccinen består af mikroorganismer, der danner antistoffer i kroppen og immuniserer kroppen i 12 måneder. Det medfører, at vaccinen kan være med til enten at bekæmpe virussen eller at forstærke immunforsvaret, hvilket fjerner risikoen for at blive smittet.

Efter fase-3 går moderselskabet videre til fase-4, hvor det skal afvente godkendelse til at markedsføre vaccinen. I slutningen af august 2020 modtager moderselskabet dansk og international godkendelse og kan påbegynde produktionen af vaccinen med navnet *Adversus-COVID*. Navnet betyder *mod coronavirus* på latin, og produktionen forventes at påbegynde i midten af september 2020. Inden produktionens opstart har det danske moderselskab indgået en aftale med den amerikanske regering om at levere 150 mio. doser *Adversus-COVID* til en samlet pris på 15 mia. DKK. Det fremgår af aftalen, at den amerikanske regering har mulighed for at tilkøbe yderligere 100 mio. doser.

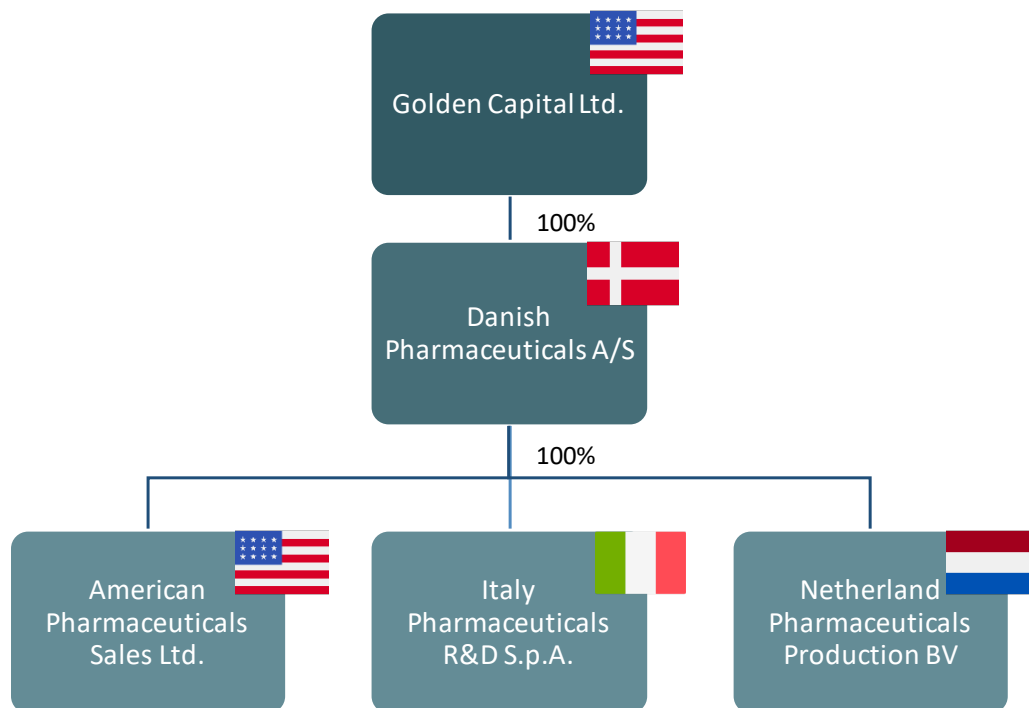


Figur 19 – Danish Pharmaceuticals COVID-19-vaccine med navnet Adversus-COVID – (egen tilvirkning)

Danish Pharmaceuticals A/S er det første medicinalsselskab til at udvikle en COVID-19-vaccine. Det har skabt stor global opmærksomhed omkring *Danish Pharmaceuticals*-koncernen, og andre internationale medicinalkoncerner er interesserede i at overtage eller tage del i produktionen og salget af *Adversus-COVID*. De mange lukrative tilbud ændrer ikke på, at *Danish Pharmaceuticals*-koncernen mener, at de selv er i stand til bedre at udnytte det fulde potentiale af vaccinen, da de tidligere har opnået stor erfaring og succes med effektiv distribution og produktion af vacciner.

I månederne marts til august 2020 har medarbejderne i *Danish Pharmaceuticals*-koncernen arbejdet i døgndrift for at udvikle COVID-19-vaccine. Det har medført, at enkelte medarbejdere har udvist symptomer på manglende motivation, træthed og stress efter denne langvarige periode med væsentlig større arbejdsbyrde end normalt. Det betyder, at moderselskabet er i gang med at igangsætte medarbejderinitiativer for at afhjælpe konsekvenserne, der omfatter muligheden for ekstraordinær afspadsering, udbetaling af overarbejde og nedsat arbejdstid.

Koncernen består af den amerikanske kapitalfond, der ejer 100 % af det danske moderselskab *Danish Pharmaceuticals A/S*, og tre udenlandske koncernselskaber, som det danske moderselskab ejer 100 %. De udenlandske koncernselskaber består af et amerikansk salgsselskab, et italiensk udviklings- og forsknings-selskab og et hollandsk produktionsselskab. Koncernstrukturen illustreres nedenfor:



7.2.1 Beskrivelse af Danish Pharmaceuticals A/S – principalselskabet

Moderselskabet ejer de immaterielle aktiver, der relaterer sig til de udviklede vacciner, og fungerer som principalselskabet i den centraliserede organisationsstruktur. Det betyder, at moderselskabet *Danish Pharmaceuticals* bærer den primære markedsrisiko. Kontrollen over produktionen af vaccinerne ligger

hos principalselskabet, og rutinefunktionerne udføres af de øvrige *low risk*-koncernselskaber. Moderselskabets mange års erfaring betyder, at det besidder stor viden inden for virus- og vaccinehåndtering. De immaterielle aktiver såsom vaccinepatentet og knowhow beskyttes samt vedligeholdes af det danske moderselskab. Ved udviklingen af en vaccine opnår moderselskabet den juridiske beskyttelse af patentet.

Moderselskabet bærer de økonomiske risici, der relaterer sig til de immaterielle aktiver, og har dermed de finansielle og organisatoriske ressourcer samt kapaciteten til at påtage sig risiciene. Det medfører, at moderselskabet bærer produktorisici, garantier og lign. Moderselskabet har ansat de strategisk vigtige nøglepersoner, der centralt udfører og træffer beslutninger vedrørende alle DEMPE-funktioner.

Moderselskabet indgår i koncernens internationale forsyningskæde, hvor de udenlandske koncernselskaber bidrager til globalt salg, udvikling og produktion af vaccinerne. Principalselskabet modtager residualafkastet, efter at koncernselskaberne har modtaget compensation for de funktioner og risici, de påtager sig. Det betyder, at moderselskabet bærer de ekstraordinære omkostninger, som COVID-19 har påført koncernen.

7.2.2 Beskrivelse af American Pharmaceuticals Sales Ltd. – amerikansk low risk-distributør

Moderselskabet *Danish Pharmaceuticals A/S* har placeret deres salgsselskab i USA, da de tidligere har erfaret, at det største marked for medicinalprodukter er i USA. *American Pharmaceuticals Sales Ltd.* er et *low risk*-distributionsselskab, der ikke ejer nogen immaterielle aktiver. Det er moderselskabet, som bærer markedsrisikoen og fastsætter retningslinjerne for, hvordan *American Pharmaceuticals Sales Ltd.* skal varetage deres funktion. Det betyder, at *American Pharmaceuticals Sales Ltd.* modtager compensation fra moderselskabet for den risiko, de påtager sig, og den funktion, de udfører.

American Pharmaceuticals Sales Ltd. køber medicinalprodukterne af moderselskabet og videresælger disse. Deres kunder består hovedsageligt af offentlige myndigheder i hele verden. Det er moderselskabet i Danmark, der indgår salgsaftalerne med de offentlige myndigheder, hvor det efterfølgende er *American Pharmaceuticals Sales Ltd.*, som står for kundekontakten og sikrer levering af medicinalprodukterne.

Under COVID-19 har USA været hårdt ramt, hvad angår antallet af smittede, hvilket har medført, at de enkelte stater har indført lokale restriktioner. Det har gjort, at der har været forsinkelser i modtagelsen af medicinalprodukter fra det danske moderselskab. *Golden Capital Ltd.*, der ejer det danske moderselskab, har været meget utilfredse med forsinkelserne. Forsinkelserne har medført, at det danske moderselskab har haft øgede administrationsomkostninger i forbindelse med løsningen af leveringsproblemerne, da moderselskabet betaler for disse forsinkelser. Aflønningen af den amerikanske *low risk*-distributør har

ikke været påvirket af COVID-19, da moderselskabet har betalt for forsinkelserne. Der har derfor ikke været nogen reguleringer af armslængdekompensationen. Moderselskabet har haft en lavere profit, end ejeren havde forventet. Ejeren overvejer derfor, om *Adversus-COVID* skal indgå i en omstrukturering, der skal være med til at styrke forsyningskæden og leveringen af COVID-19-vaccinen.

7.2.3 Beskrivelse af Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A. – low risk-kontraktudvikler

Det danske moderselskab har placeret et simpelt forsknings- og udviklingsselskab i Italien ved navn *Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A.* Det italienske koncernselskab påtager sig simple aftalte rutinefunktioner vedrørende forskning i og udvikling af potentielle vacciner. Moderselskabet står for den centrale styring af det italienske koncernselskab. Det betyder, at moderselskabet fastlægger budgetter og løbende modtager rapporteringer om driften. Det italienske koncernselskab ejer ikke nogen af koncernens immaterielle aktiver og betegnes som en *low risk*-kontraktudvikler, der modtager kompensation for de funktioner og risici, som det påtager sig i den internationale koncerns værdikæde. *Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A.* bærer ikke væsentlige risici, der relaterer sig til de simple forsknings- og udviklingsaktiviteter, som det udfører.

Under COVID-19 har det italienske datterselskab oplevet, at enkelte medarbejdere har været hjemsendt som følge af den italienske regerings håndtering af COVID-19-krisen. Det har medført, at der har været forsinkelser på udførelsen af opgaver fastsat af moderselskabet. Moderselskabet har fastsat retningslinjer for, hvordan de italienske medarbejdere skal forholde sig under sundhedskrisen, og det danske moderselskab har overtaget enkelte simple udviklingsopgaver, hvor det har været nødvendigt. Det betyder, at det italienske datterselskab under COVID-19 har haft en lavere forskningsaktivitet end forventet som følge af den manglende udførelse af funktion. Den italienske kontraktudvikler har løbende drøftet situationen med det danske moderselskab (principalen), og Italien bærer ikke væsentlige risici i relation til de udførte opgaver, og moderselskabet har kompenseret *Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A.* på armslængdevilkår. Det italienske datterselskab er enig i moderselskabets kompensation og håndtering af pandemiens påvirkninger på koncernselskabet.

7.2.4 Beskrivelse af Netherland Pharmaceuticals Production BV – low risk-kontraktproducent

Moderselskabets produktionsselskab har beliggenhed i Holland. Holland har gode transportmuligheder til hele verden og har en stor medicinalindustri, der gør det let at skaffe kvalificeret arbejdskraft. *Netherland Pharmaceuticals Production BV* er en *low risk-kontraktproducent*, der står for vaccineproduktionen efter retningslinjer fra moderselskabet. Moderselskabet og *Netherland Pharmaceuticals Production BV* er løbende i dialog, hvis der sker ændringer i produktionen eller leveringen af vacciner. Moderselskabet laver testproduktionen, ligesom Danmark står for indkøb af produktionsudstyret. *Netherland Pharmaceuticals*

Production BV har gennem tiden modtaget instrukser, uddannelse og maskiner fra Danmark. Som principal har moderselskabet fuld kontrol over investeringerne i og anvendelsen af den banebrydende teknologi, der indgår i produktionsanlægget. Moderselskabet anser det for afgørende for, at de er førende inden for produktion af medicinalprodukter. *Netherland Pharmaceuticals Production BV* producerer normalt 100 mio. doser vacciner på tre måneder, såfremt der ikke opstår uforudsete hændelser. Alle producerede vacciner sælges til moderselskabet. Moderselskabet styrer produktionsplanlægningen og har gode erfaringer med i perioder at kunne øge produktionen, så de i tider med stor efterspørgsel kan skalere produktionen op til 100 mio. doser om måneden.

Netherland Pharmaceuticals Production BV skal udføre rutineproduktionen af *Adversus-COVID*, hvor det fremgår af den interne aftale om produktionen, at koncernselskabet er kontraktproducent. Det betyder, at det modtager en fast rutineafłønning, som er en mindre del af overskuddet, da det er moderselskabet, der bærer markedsrisikoen for produktionen. De færdigproducerede vacciner sælges som nævnt til moderselskabet, der efterfølgende står for at sælge vaccinerne enten direkte til offentlige myndigheder eller til deres salgsselskab i USA, der står for videreformidlingen af medicinalprodukterne.

Under COVID-19-krisen har Holland ikke været væsentligt påvirket. Den hollandske regering har indført restriktioner, der har gjort, at erhvervslivet har opretholdt en velfungerende drift, og import og eksport af varer har været stabiliseret til et normalt niveau. *Netherland Pharmaceuticals Production BV* har ikke været væsentligt ramt af COVID-19, og den hollandske kontraktproduktion har været tæt på det forventede, hvilket betyder, at moderselskabet ikke har reguleret armslængdekompensationen.

7.3 Beskrivelse af medicinalindustrien

Danish Pharmaceuticals-koncernen er en del af den danske og internationale medicinalindustri, der primært fokuserer på salg til det amerikanske marked. Koncernen har tidligere oplevet international kommerciel succes med deres vacciner mod EBOLA og svine- og fugleinfluenza. Koncernen er skabt via en fusion af flere små danske medicinalselskaber. Det medfører, at koncernen har oparbejdet en konkurrencedygtig medarbejderstab, hvor anerkendte forskere og læger bidrager til den succesrige vaccineudvikling. Koncernen opererer på et business-to-business-marked, og kunderne er offentlige myndigheder.

Medicinalindustrien består af flere store medicinalkoncerner såsom Moderna, AstraZeneca og Pfizer, der arbejder på at færdigteste effekterne af deres COVID-19-vaccine. De tre medicinalselskaber har udtalt, at

prisen på en COVID-19-vaccine forventes at blive henholdsvis 350 DKK, 22 DKK og 124 DKK med valutakurs pr. 29-07-2020¹⁶².

	Moderna	AstraZeneca	Pfizer
Forventet salgspris	350 DKK	22 DKK	124 DKK

Figur 21 – De tre førende medicinalsekskabers forventede pris på deres COVID-19-vacciner – (egen tilvirkning¹⁶³)

Det viser, at den internationale medicinalindustri har flere aktører, der opererer med forskellige strategiske mål om at sælge COVID-19-vacciner for enten at skabe profit eller at ende pandemien. Det viser også, at den forventelige markedspris på en COVID-19-vaccine ligger inden for et stort interval. Det amerikanske medicinalsekskab Moderna har aldrig før fået godkendt vaccine¹⁶⁴. Det betyder, at Moderna har mindre erfaring med udvikling, produktion, distribution og salg af vacciner, hvilket gør dem til en mindre aktør på markedet. AstraZeneca har udtalt, at de primært vil sælge deres COVID-19-vaccine på det europæiske og kinesiske marked til kostpris, og at de har en produktionskapacitet på maksimalt 2 mia. doser¹⁶⁵ i alt. Det viser, at AstraZeneca har en produktionsbegrænsning, der betyder, at den største direkte amerikanske konkurrent til *Danish Pharmaceuticals*-koncernen er Pfizer. Pfizer har indgået en forhåndsftale om salg af 100 mio. doser COVID-19-vaccine til den amerikanske regering til en samlet pris på 12,7 mia. DKK¹⁶⁶. Det betyder, at den internationale medicinalindustri oplever en global markedsefterspørgsel, der giver *Danish Pharmaceuticals*-koncernen en konkurrencemæssig fordel, da det er den første medicinalkoncern, der har en godkendt og produktionsklar COVID-19-vaccine.

Den russiske regering har d. 11. august 2020 godkendt en COVID-19-vaccine, der er testet på 76 personer uden alvorlige bivirkninger¹⁶⁷. De melder, at de på nuværende tidspunkt er i gang med at teste vaccinen på 40.000 frivillige mennesker, og at de forventer, at kunne tilbyde den til resten af befolkningen i november 2020¹⁶⁸. WHO's liste med officielle vacciner viser, at den russiske vaccine stadigvæk er i fase 1¹⁶⁹,

¹⁶² https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12310339.ece

¹⁶³ https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12310339.ece

¹⁶⁴ <https://www.marketwatch.com/story/jp-morgan-downgrades-moderna-over-valuation-concerns-2020-07-20>

¹⁶⁵ https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12327436.ece

¹⁶⁶ https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12299863.ece

¹⁶⁷ <https://www.sciencemag.org/news/2020/08/russia-s-approval-covid-19-vaccine-less-meets-press-release>

¹⁶⁸ <https://borsen.dk/nyheder/udland/rusland-indleder-coronavaccinationer-i-november>

¹⁶⁹ <https://www.bbc.com/news/world-europe-53735718>

hvilket skaber usikkerhed om vaccins effekt og sikkerhed. For *Danish Pharmaceuticals*-koncernen betyder det, at den russiske COVID-19-vaccine ikke vurderes til at være en væsentlig konkurrent, da regeringer verden over har udtrykt, at der er for stor usikkerhed om vaccinen, til at de vil tage den i brug¹⁷⁰. Moderselskabet opretholder derfor den konkurrencemæssige fordel ved at være den første medicinalkoncern på markedet, der har udviklet en godkendt COVID-19-vaccine, som flere regeringer er villige til at benytte.

Den amerikanske præsidentkandidat Joe Biden har udtalt, at lykkes det amerikanerne at udvikle en COVID-19-vaccine, vil den blive distribueret gratis til den amerikanske befolkning¹⁷¹. Det betyder, at den amerikanske stat forventer at dække omkostningerne for almene borgere, så alle 331 mio. mennesker¹⁷² kan blive vaccineret mod COVID-19, hvis Joe Biden vælges som amerikansk præsident d. 3. november 2020. For medicinalmarkedet betyder det, at der på trods af landets nationale bidrag med at levere gratis vacciner til befolkningen fastholdes det meget store markedspotentiale med høj efterspørgsel efter en vaccine, der kan bekæmpe COVID-19-pandemien.

Moderselskabet *Danish Pharmaceuticals A/S* tager del i alle funktioner i værdikæden, og koncernen har en centraliseret koncernstyring. De udenlandske *low risk*-datterselskaber bidrager med rutinefunktioner i værdikæden. Værdikæden er illustreret nedenfor:



Figur 22 - Danish Pharmaceuticals koncernens værdikæde – (egen tilvirkning)

Koncernen vil hovedsageligt sælge sin COVID-19-vaccine på det amerikanske marked. Salg til industrilande, hvor økonomien er robust, medfører, at købekraften er større end i udviklingslande. I udviklingslande kan infrastrukturen være ustabil, og der kan opstå distributionsproblemer. Det er omkostningsfyldt at etablere udenlandske *low risk*-koncernselskaber i lande, hvor *Danish Pharmaceuticals* ikke har operationel erfaring. Koncernen har stor kommerciel erfaring med at sælge vacciner til det amerikanske marked. Det betyder, at det er oplagt at forsætte dette strategiske fokus og sælge COVID-19-vaccinen til det amerikanske marked.

¹⁷⁰ https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12335487.ece

¹⁷¹ https://nyheder.tv2.dk/2020-08-14-usa-lover-gratis-covid-19-vaccine-til-alle-amerikanere?fbclid=IwAR0HW2veeoFI4pAACF5ErXJ8HHDyOJfp2IYTTHnykdx0ihpKu7BBmkwg9_c

¹⁷² <https://www.worldometers.info/world-population/us-population/>

Vaccineudvikling kræver stor ekspertise, teknologiske investeringer og høje udviklingsomkostninger. Det betyder, at medicinalindustrien er karakteriseret af høje adgangsbarrierer, hvor markedsaktørerne er kommercielt veletablerede medicinalkoncerner. Moderselskabet bærer markedsrisici, der relaterer sig til forskning, udvikling, vedligeholdelse, produktion og salg af en COVID-19-vaccine. Der er risiko for, at Pfizer og AstraZeneca opnår positive effekter af deres potentielle COVID-19-vacciner, der betyder, at konkurrencen på det globale medicinalmarked forstærkes. *Danish Pharmaceuticals'* COVID-19-vaccine medfører celleimmunisering og dannelse af antistoffer, der forventes at opholde sig i kroppen i 12 måneder. Efter denne periode skal man vaccineres igen for at opnå fornyet immunitet. Der er en risiko for, at AstraZeneca og Pfizer udvikler COVID-19-vacciner, der immuniserer kroppen i længere tid og derfor kan være mere attraktive. Desuden kan coronavirussen mutere til flere nye former for vira. Det betyder, at *Danish Pharmaceuticals'* vaccine bliver mindre attraktiv og sværere at afsætte på markedet. Disse risici skal alle indgå i værdiansættelsen af vaccinen, da det er forhold, som moderselskabet skal tage højde for i den interne omstrukturering.

For at bekæmpe COVID-19-pandemien estimerer OECD, at der skal vaccineres mellem 50 % til 75 % af verdens befolkning¹⁷³. I september 2020 er der 7,8 mia.¹⁷⁴ mennesker i verden, og ingen lande har endnu opnået flokimmunitet mod COVID-19. Det betyder, at der er global efterspørgsel på en vaccine. *Danish Pharmaceuticals'* vaccine er vigtig til at opnå flokimmunitet og bekæmpe COVID-19-pandemien. Det medfører, at *Adversus-COVID* forventes at være en banebrydende vaccine, der kan få stor kommerciel succes.

7.3.1 Beskrivelse af COVID-19

Den 11. marts 2020 melder WHO, at COVID-19 er en global pandemi, da epidemien har spredt sig til flere kontinenter¹⁷⁵. COVID-19 er en ny virus, der tilhører den samme virusfamilie som SARS og MERS, der samlet går under betegnelsen Coronavirus. Coronaviruser giver milde forkølelser og kan i nogle tilfælde give alvorlige infektioner i luftvejene. COVID-19 har vist sig at være mere smitsom end sine slægtninge, men til gengæld er dødeligheden lavere. Symptomer på COVID-19 viser sig efter 1-14 dage, efter at man er

¹⁷³ <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/treatments-and-a-vaccine-for-covid-19-the-need-for-coordinating-policies-on-r-d-manufacturing-and-access-6e7669a9/>

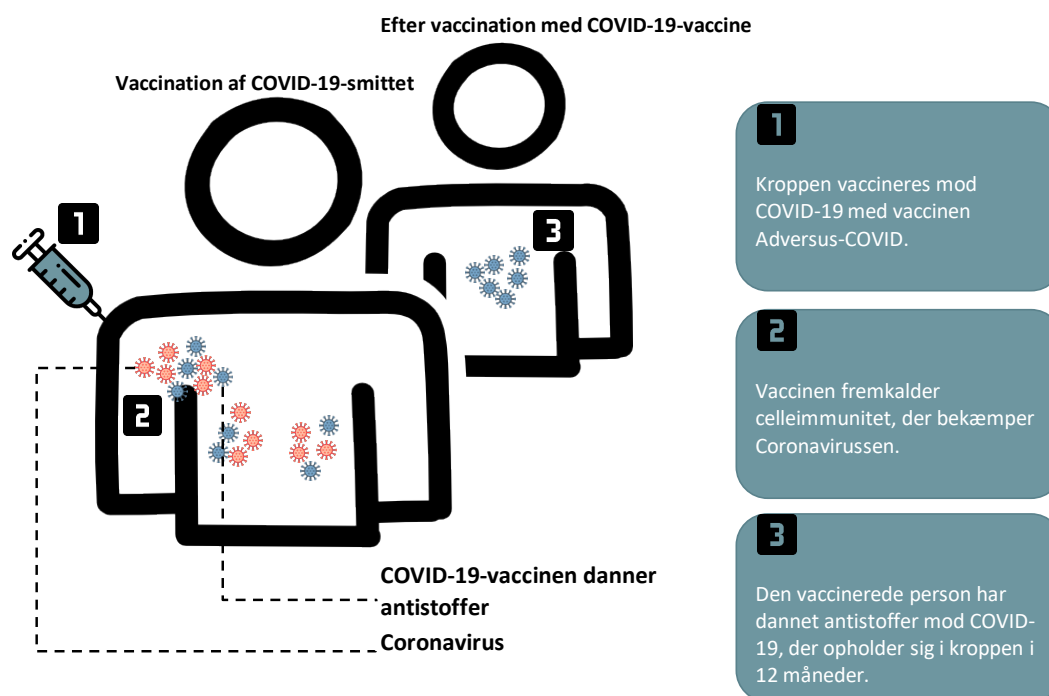
¹⁷⁴ <https://www.worldometers.info/world-population/>

¹⁷⁵ <https://www.who.int/news-room/detail/27-04-2020-who-timeline---covid-19>

blevet smittet. Smitten sker gennem dråber fra luftveje eller ved fysisk kontakt. Dråbesmitte er små dråber fra ens luftveje, der spredtes, når man nyser eller hoster, og kan smitte andre, hvis de rammer andre personer. Ved kontaktsmitte er man i kontakt med en overflade, der er virus på, og efterfølgende rører ved mund eller øjne. Symptomerne minder om dem fra influenza eller øvrige luftvejsinfektioner, fx hoste, feber og træthed. Børn og unge har ofte et kortere og mildere sygdomsforløb. For personer med kroniske sygdomme samt personer med svækket immunforsvar er coronavirussen en livstruende sygdom¹⁷⁶.

7.3.2 Beskrivelse af COVID-19-vaccine – realydelsens egenskaber

Adversus-COVID, der er udviklet af *Danish Pharmaceuticals A/S*, består af antistoffer, som bliver sprøjtet ind i kroppen og neutraliserer coronavirussen. Det medfører, at vaccinen fremkalder celleimmunitet, ved at den fjerner de celler, som er inficeret med virussen. Immuniteten forventes at holde i 12 måneder, hvilket betyder, at personer, der har modtaget vaccinen, skal have en årlig vaccination for at være immune over for en mulig smitte.



Figur 23 – Hvordan COVID-19-vaccinen Adversus-COVID påvirker en smittet persons krop – (egen tilvirkning)

¹⁷⁶ <https://www.sst.dk/da/corona/FAQ#corona-faq-corona>

7.4 6-trinsanalyse – koncernens transaktioner

I 6-trinsanalysen bliver de interne transaktioner, der vedrører immaterielle aktiver, gennemgået. Det betyder, at moderselskabet kan vurdere, om der sker en korrekt resultatfordeling ud fra armslængdeprincippet for de udførte funktioner, tilhørende risici, interne aftaler og faktiske adfærd.

7.4.1 Trin 1: Identificer det immaterielle aktiv og DEMPE-funktioner samt fastlæggelse af risici

Trin 1 i analysen identificerer de økonomisk væsentlige risici ved de immaterielle aktiver og de tilhørende DEMPE-funktioner. Moderselskabet *Danish Pharmaceuticals A/S* har udviklet COVID-19-vaccinen *Adversus-COVID* ved hjælp af sin ekspertise inden for vaccineudvikling, teknologiske innovationer og intensiv forskning. Det medfører, at udvikling, produktion og distribution af vaccinen skaber økonomisk værdi for moderselskabet. Moderselskabet bestemmer, hvilke rutinefunktioner koncernselskaberne skal udføre. Det betyder, at der er en centraliseret organisationsstruktur.

Danish Pharmaceuticals A/S ejer koncernens immaterielle aktiver, der omfatter patenter, teknisk know-how og licenser. Moderselskabet ejer formelen for *Adversus-COVID*, navnet, den tekniske knowhow og varemærket, der alle indgår som immaterielle aktiver. Moderselskabet har erfaring med at opnå og kommercielt udnytte patenter. TPG-kapitel 6 beskriver, at enkelte kriterier skal være opfyldt, for at der er tale om immaterielle aktiver: De immaterielle aktiver skal ikke være af fysisk karakter, og de skal kunne anvendes kommercielt. De immaterielle aktiver skal kunne kontrolleres eller ejes, og uafhængige parter vil have kompensation for brugen af de immaterielle aktiver. Disse fire kriterier er opfyldt, og aktiverne vedrørende den banebrydende vaccine *Adversus-COVID* er alle immaterielle aktiver. *Danish Pharmaceuticals A/S* bærer markedsrisikoen og varetager alle DEMPE-funktionerne ved at anvende koncernens immaterielle aktiver, der omfatter patenterne for vacciner mod EBOLA, svine- og fugleinfluenza samt COVID-19.

Udviklingen (D) af vacciner er omkostningstung for moderselskabet. I udviklingen af COVID-19-vaccinen har moderselskabet gjort brug af den tekniske knowhow og investeringer i teknologi, der medfører, at vaccinen er blevet udviklet på rekordtid. Den primære udvikling sker i moderselskabet, og kun simple udviklings- og forskningsopgaver udføres af den italienske *low risk*-kontraktudvikler. Det betyder, at *Danish Pharmaceuticals* bærer de væsentligste udviklingsrisici ved at udvikle en mulig vaccine, med risikoen for at den ikke bliver en kommerciel succes. Coronavirussen kan mutere til flere former for vira, hvilket vil betyde, at moderselskabet bliver nødt til at revurdere vaccinen's effekter.

Forbedringen (E) af vaccinerne varetages af moderselskabet. Moderselskabet træffer de strategisk vigtige beslutninger til at forbedre de eksisterende vacciner. Det medfører, at markedsandele og fremtidigt indtjeningspotentiale kan opretholdes. Der er en generel risiko for, at vira og sygdomme muterer, hvilket vil

betyde, at færdigudviklede vacciner kan miste deres positive effekter. I de tilfælde betyder det, at moderselskabet skal forbedre vaccinerne. Der er økonomiske risici forbundet med at tilpasse vacciner til virusens nye mutation. Moderselskabet er i slutningen af august 2020 i fase 4 af deres udvikling af *Adversus-COVID*. Det betyder, at de ved produktionens opstart i starten af september 2020 fortsat skal indsamle data vedrørende følgevirkninger af vaccinen, og hvordan den bekæmper COVID-19. Det er en omkostningstung proces at indsamle data, som kan vise, om vaccinen skal forbedres. Moderselskabet tager beslutninger om disse forhold og bærer alle risici relateret til vaccineforbedringerne.

Moderselskabet står for vedligeholdelsen (M) af vacciner. Der er risiko for, at patenterne på vaccinerne ikke vedligeholdes, og koncernens indtjeningspotentiale kan mindskes, hvis konkurrenterne udvikler vacciner med tilsvarende positive effekter. Moderselskabet er afhængigt af koncernselskabernes bidrag til værdikæden og de samarbejdspartnere, der udgør køberne, for at kunne opretholde koncernens indtjening.

Moderselskabet varetager beskyttelsen (P) af vaccinerne. Indtjeningspotentialet afhænger af, om koncernen har eneret på at producere vaccinerne. Patentet på *Adversus-COVID* er vigtigt for at opnå salg på det amerikanske marked. Moderselskabet bærer de økonomiske risici ved at opnå patenterne og beskytte disse, og ved at produktkrænkelser og anden ulovlig kopimedicin kan formindske vaccinerne salgsmuligheder.

De immaterielle aktiver skal udnyttes kommercielt, for at de har en økonomisk værdi. Denne udnyttelse (E) opretholdes af moderselskabet, der påtager sig de forbundne risici. Der er udnyttelsesrisici, ved at moderselskabet ikke har kompetencer eller kapacitet til at udnytte det fulde indtjeningspotentiale ved vaccinerne. Det betyder, at moderselskabet bærer risikoen for, at COVID-19-vaccinen ikke bliver en kommerciel succes. Det hollandske og det amerikanske *low risk*-datterselskab bidrager til at udnytte de immaterielle aktiver ved at producere og sælge vaccinerne efter fastsatte retningslinjer fra moderselskabet.

Samlet vægter moderselskabet udvikling, beskyttelse og udnyttelse som DEMPE-funktioner højest i værdikæden tilhørende de immaterielle aktiver.

7.4.2 Trin 2: Identificer kontraktvilkår og juridiske forhold

Trin 2 omhandler de interne aftaler, som moderselskabet har indgået med koncernselskaberne, der indgår i udvikling, produktion og salg af vacciner som *Adversus-COVID*. I vurderingen af de interne aftaler bliver

aftalevilkårene gennemgået i forbindelse med, hvordan disse reelt bliver fordelt mellem koncernselskaberne. I vurderingen undersøges det, hvilket koncernselskab der bærer risikoen og har ejerskab og kontrol over de immaterielle aktiver.

Det amerikanske distributørselskab *American Pharmaceuticals Sales Ltd.* køber færdigproducerede vacciner af moderselskabet og videresælger disse til deres kunder, der hovedsageligt er offentlige myndigheder. Distributørselskabet og moderselskabet har indgået en distributionsaftale, hvori der er fastlagt retningslinjer for, hvordan distributørselskabet skal distribuere vaccinen i USA. Det er moderselskabet, der indgår salgsaftalerne med de offentlige myndigheder, og efterfølgende er det *American Pharmaceuticals Sales Ltd.*, der står for kundekontakten og sikrer levering af medicinalprodukterne. Distributørselskabet skal månedligt rapportere til moderselskabet om kundernes købekraft, markedsudviklingen og deres økonomiske og operationelle situation. Det er efterfølgende moderselskabet, der vurderer, om der skal ske ændringer af retningslinjerne eller af den operationelle drift for USA. Moderselskabet deltager også i alle vigtige kundemøder og har et solidt markedskendskab som følge af sine erfaringer.

Den italienske kontraktudvikler *Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A.* udfører simple udviklings- og forskningsopgaver for moderselskabet og rapporterer løbende til moderselskabet om udviklingen i opgaverne. Der er en rammeaftale mellem kontraktudvikleren og moderselskabet. Her fremgår det af retningslinjerne, at moderselskabet skal udarbejde og sende en detaljeret plan for udviklings- og forskningsopgaverne, som kontraktudvikleren skal udføre inden påbegyndelsen af opgaven. Det er moderselskabet, der bærer risikoen, da de har kontrol over den funktion, der udføres af kontraktudvikleren *Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A.*

Den hollandske kontraktproducent *Netherland Pharmaceuticals Production BV* står for produktionen af vacciner for moderselskabet og er karakteriseret som kontraktproducent. Det betyder, at det er moderselskabet, der har kontrol over produktionen og påtager sig den tilhørende risiko. Kontraktproducenten forestår det fysiske indkøb af råvarer til produktionen, men alle leverandører og råvarekvaliteter er godkendt af moderselskabet. Kontraktproducenten har et begrænset lager, og der er indgået en produktionsaftale mellem kontraktproducenten og moderselskabet. Af aftalen fremgår det, at moderselskabet skal udforme og sende en produktionsplan til kontraktproducenten, inden produktionen kan startes. Kontraktproducenten skal løbende rapportere, hvordan produktionen forløber, og hvis der opstår komplikationer, er det moderselskabet, der skal beslutte, hvordan disse løses.

7.4.3 Trin 3: Funktionsanalyse

Trin 3 omhandler en analyse af, hvilke koncernselskaber der udfører de enkelte DEMPE-funktioner, ejer de immaterielle aktiver samt har kontrollen og bærer risikoen ved disse. Det betyder, at analysen baserer sig på den faktiske adfærd, der viser, hvilket koncernselskab der faktisk styrer og kontrollerer DEMPE-funktionerne og de tilhørende risici. Ud fra analysen vurderes det, om de enkelte koncernselskaber har den nødvendige finansielle kapacitet til at oppebære DEMPE-funktionerne og risici.

Danish Pharmaceuticals-koncernen har en centraliseret organisationsstruktur, hvor moderselskabet ejer alle immaterielle aktiver. Moderselskabet varetager alle DEMPE-funktioner med bidrag fra de enkelte koncernselskaber. Det er moderselskabet, der bestemmer, hvilke DEMPE-funktioner der skal varetages af de enkelte koncernselskaber, og hvordan koncernselskaberne skal udføre disse. Det er moderselskabet, der står for de strategiske beslutninger og markedsføringen af vaccinerne og behandler klager fra kunderne eller garantisager. Det medfører, at moderselskabet påtager sig de økonomiske og operationelle risici vedrørende udvikling, produktion og salg af vaccinerne.

Distributørselskabet varetager DEMPE-funktionen udnyttelse (E) gennem salg af vaccinerne til koncernens kunder på baggrund af retningslinjer og salgskontrakter bestemt af moderselskabet. Distributørselskabet køber vacciner af moderselskabet og videresælger disse i henhold til moderselskabets retningslinjer. Det medfører, at distributørselskabet i perioder har et mindre varelager og derfor bærer en begrænset risiko.

Kontraktudvikleren udfører simple udviklings- og forskningsopgaver (D) for moderselskabet. Opgaverne udføres ud fra en detaljeret plan, der er udarbejdet af moderselskabet. Kontraktudvikleren i Italien må ikke påbegynde udviklings- og forskningsopgaver, hvis ikke det sker efter anmodning fra moderselskabet og efter moderselskabets godkendelse af såvel budget som rutineforskningen. Hvis der opstår komplikationer, skal de kontakte moderselskabet, der beslutter, hvad der skal gøres. Kontraktudvikleren påtager sig derfor ingen større risici, da det er moderselskabet, som fastsætter retningslinjer for, hvordan deres funktion skal udføres. Det betyder, at moderselskabet kontrollerer udviklings- og forskningsopgaverne og bærer de tilhørende risici.

Kontraktproducenten står for at udnytte de immaterielle aktiver (E) gennem produktion af moderselskabets vacciner. Produktionen sker ud fra instrukserne fra moderselskabet, om hvordan produktionen skal ske. Kontraktproducenten udfører rutineopgaver relateret til produktionen, herunder det fysiske indkøb af råmaterialer til produktionen. Hvis der sker ændringer i produktionen, skal kontraktproducenten søge om godkendelse af ændringen hos moderselskabet. Kontraktproducenten bærer kun en begrænset risiko,

da den som kontraktproducent har et begrænset varelager. Det er derfor moderselskabet, der bærer produktionsrisiciene, da produktionen sker på baggrund af moderselskabets instrukser.

7.4.4 Trin 4: Vurdering af overensstemmelse mellem trin 1 til 3

Trin 4 vedrører en sammenligning af moder- og koncernselskabernes faktiske adfærd og de interne aftaler i koncernen. Der skal være overensstemmelse mellem koncernselskabernes faktiske adfærd og de interne aftaler. *Danish Pharmaceuticals*-koncernen har en centraliseret organisationsstruktur, hvor moderselskabet fastholder en centraliseret styring af koncernselskabernes rutinefunktioner. Koncernselskaberne bevarer begrænsede risici, ejer ikke nogen immaterielle aktiver, overholder substanskravet og er ikke *IP Boxes*. Den koncerninterne adfærd er af økonomisk og kommercielt rationel karakter, hvilket understøtter armslængdeprincippet. Det danske moderselskab har finansielle ressourcer og viden til at varetage de udførte DEMPE-funktioner. Der er sammenhæng mellem de væsentlige risici, som moderselskabet påtager sig, og de begrænsede risici, som koncernselskaberne bærer. Det betyder, at der er overensstemmelse mellem den faktiske adfærd, de påtagne risici og de interne aftaler.

7.4.5 Trin 5: Re-allokering

Trin 5 anvendes, i tilfælde af at der under trin 4 vurderes at være uoverensstemmelse mellem den faktiske adfærd og de interne aftaler mellem koncernselskaberne og moderselskabet. I analysens trin 4 blev det vurderet, at der var overensstemmelse mellem den faktiske adfærd i *Danish Pharmaceuticals*-koncernen og de interne aftaler. Det betyder, at der ikke skal ske en re-allokering, og trin 5 kan derfor undlades. Der vurderes ikke at være ekstraordinære indtægter eller omkostninger i *low risk*-datterselskaberne, der skal reguleres.

7.4.6 Trin 6: Prisfastsættelse

Trin 6 består af prisfastsættelsen af de kontrollerede transaktioner i den centraliserede organisationsstruktur. De kontrollerede transaktioner mellem principalselskabet og *low risk*-datterselskaberne sker ud fra armslængdeprincippet. Aflønningen vurderes ud fra koncernselskabernes bidrag til DEMPE-funktionerne og de påtagne risici, der skaber værdi for de immaterielle aktiver. *Danish Pharmaceuticals*-koncernen har udarbejdet benchmarkanalyser vedrørende kompensation til uafhængige *low risk*-salgs-, produktions- og udviklingsselskaber, der udfører tilsvarende DEMPE-funktioner og bærer samme begrænsede risici.

Den amerikanske distributør ejer ikke nogen immaterielle aktiver, bærer en begrænset risiko ved distributionen af vacciner og udfører DEMPE-funktioner efter præcise anmodninger fra moderselskabet. Benchmarkanalysen viser, at tilsvarende salgsselskaber aflønnes i et indtjeningsinterval på 2-5 %, hvor

medianen er 3 % målt på *EBIT*. *Low risk*-distributionsselskabet kompenseres ud fra *TNMM EBIT*, og distributøren antages ikke at have gjort mere, end hvad der kunne forventes af en tilsvarende *low risk*-distributør. Distributørselskabet modtager armslængdekompensation på 3 % af *EBIT* ved salget bogført i USA. Det inkluderer en årlig *year end adjustment* fra det danske moderselskab, der sikrer, at alle ekstraordinære indtægter og omkostninger er i Danmark. Moderselskabet har også båret omkostningerne ved den forsinkede forsendelse af varer.

Den hollandske kontraktproducent ejer ikke nogen immaterielle aktiver, bærer en begrænset risiko ved produktionen af vacciner og udfører DEMPE-funktioner efter præcise anmodninger fra moderselskabet. Benchmarkanalysen viser, at tilsvarende produktionsselskaber aflønnes med en gennemsnitlig *markup* på mellem 5-8 % med en median på 6,5 % af de samlede produktionsomkostninger. Det betyder, at kontraktproducenten kompenseres ud fra *TNMM Net Cost Plus* og modtager armslængdekompensation på 6,5 % af de hollandske produktionsomkostninger. Det inkluderer en årlig *year end adjustment*, der tager højde for afskrivning på eventuelt ekstra produktionsudstyr og udsving i produktionsomkostningerne.

Den italienske kontraktudvikler ejer ikke nogen immaterielle aktiver, bærer ingen større risici i udviklingen af vacciner og udfører DEMPE-funktioner efter præcise anmodninger fra moderselskabet. Benchmarkanalysen viser, at tilsvarende udviklings- og forskningsselskaber modtager aflønning i intervallet 5-10 %, med en median på 7,5 %. Det betyder, at kontraktudvikleren kompenseres ud fra *TNMM Net Cost Plus Margin*. COVID-19-restriktionerne medførte, at der var en lavere forskningsaktivitet i Italien, og den negative påvirkning på kontraktforskningen gør, at kontraktudvikleren modtager armslængdekompensation på 5 % af de samlede forskningsomkostninger. Det inkluderer en årlig *year end adjustment*. COVID-19 reducerer altså *markup*-procenten for det italienske datterselskab.

7.5 Intern omstrukturering af Danish Pharmaceuticals-koncernen i 2020/2021

Den amerikanske kapitalfond foretager den første dag i indkomståret 2020/2021 (1/9 2020 – 30/8 2021) en intern omstrukturering i *Danish Pharmaceuticals*-koncernen. Omstruktureringen medfører, at den italienske kontraktudvikling i *Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A.* lukkes, og aktiviteten flyttes til det danske moderselskab *Danish Pharmaceuticals A/S*. Moderselskabet skal fremover udføre kontraktforskningen, mens den strategiske styring af salget og de immaterielle aktiver relateret til *Adversus-COVID* flyttes til *American Pharmaceuticals Sales Ltd.*, hvorved principalaktiviteten rykkes til USA.

Den italienske kontraktudvikler har været hårdt ramt af COVID-19-restriktionerne. I Italien er der per 1. september 2020 registreret 13 % døde ud af de 260.000 mennesker, der var smittede med COVID-19. I

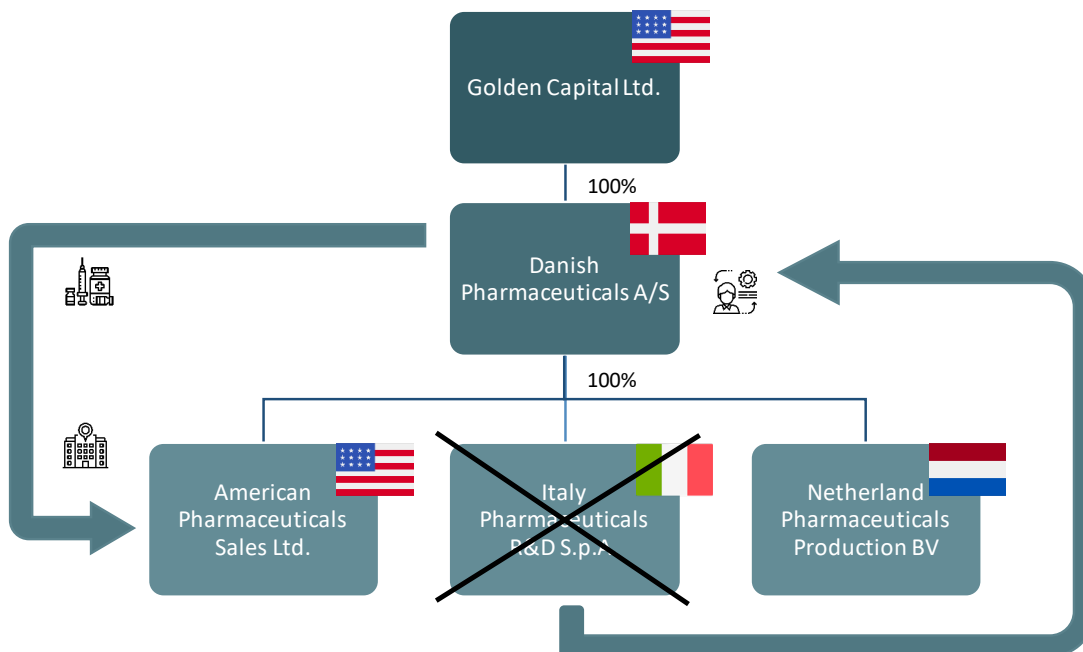
Danmark er alene 4 % af de smittede døde¹⁷⁷. Italiens regering har indført restriktioner, der har påvirket erhvervslivet i en sådan grad, at driften og aktiviteten hos kontraktudvikleren *Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A.* ikke har kunnet opretholdes på samme niveau som før COVID-19. Koncernselskabet har været påvirket af, at enkelte medarbejdere har været hjemsendt, hvorfor moderselskabet i Danmark selv har overtaget de simple udviklingsopgaver. Af den grund er det vurderet, at den strategiske styring og udvikling er mest rentabelt placeret i Danmark.

Det amerikanske distributørselskab *American Pharmaceuticals Sales Ltd.* har i en længere årrække bidraget til koncernens værdikæde på en tilfredsstillende måde. COVID-19 har ikke påvirket distributørselskabet væsentligt, da moderselskabet og den amerikanske distributør har samarbejdet på en tilfredsstillende måde for at fastholde en velfungerende drift. I USA er 3 % af de COVID-19-smittede personer døde¹⁷⁸. Distributørselskabet har ikke været lukket ned under COVID-19. USA er koncernens vigtigste marked, og ejeren var utilfreds med forsinkelserne, og det vurderes at være fordelagtigt at overdrage de immaterielle aktiver vedrørende *Adversus-COVID* til det amerikanske selskab. Det betyder, at den strategiske styring af salget flytter fra Danmark, ligesom flere danske nøglepersoner, salgskontrakter, knowhow samt patent på *Adversus-COVID* overdrages til USA.

Den interne omstrukturering sker den første dag i indkomståret 2020/2021 og medfører overførslen af funktioner, aktiver, risici og kontrol fra det danske moderselskab til det amerikanske *American Pharmaceuticals Sales Ltd.* Den amerikanske *low risk*-distributør bliver derfor koncernens fremtidige principal. Det danske moderselskab reduceres til en kontraktproducent, og den italienske kontraktproducent lukkes, så al rutineforskning samles i Danmark. Som led i at reducere de danske aktiviteter overdrages kontrollen og styringen af den hollandske kontraktproducent til USA. Det betyder, at det amerikanske selskab får de immaterielle aktiver og styringen over DEMPE-funktioner samt salget af *Adversus-COVID*. Der sker ikke ændringer af den hollandske kontraktproducent. Ændringerne i koncernstrukturen er illustreret nedenfor:

¹⁷⁷ <https://www.bloomberg.com/graphics/2020-coronavirus-cases-world-map/>

¹⁷⁸ <https://www.bloomberg.com/graphics/2020-coronavirus-cases-world-map/>



Figur 24 – Danish Pharmaceuticals koncernen efter omstruktureringen – (egen tilvirkning)

7.5.1 Funktioner, immaterielle aktiver og risici omstruktureres – ny amerikansk principal

Omstruktureringen sker af forretningsmæssige, rationelle årsager for at skabe en bedre synergi i koncernen og træffes af den amerikanske kapitalfond, der via dets 100 % ejerskab har en bestemmende indflydelse over det danske moderselskab og de andre koncernselskaber. Det vurderes at være økonomisk rentabelt for koncernen at foretage den interne omstrukturering vedrørende *Adversus-COVID* til det amerikanske salgsselskab samt at lukke det italienske udviklings- og forskningsselskab. Omstruktureringen har virkning fra 1. september 2020, der er første dag i indkomståret 2020/2021. Der ændres ikke nogen forhold vedrørende det hollandske *low risk*-datterselskab *Netherland Pharmaceuticals Production BV*, og selskabet skal derfor ikke modtage nogen kompensation i forbindelse med omstruktureringen.

Det danske moderselskab har overdraget kontrollen over DEMPE-funktionerne tilhørende det immaterielle aktiv *Adversus-COVID* og skal fremadrettet ikke modtage en andel af residualindkomsten. Danmark vil fremadrettet modtage en *TNMM Net cost plus* aflønning på 10 % for kontraktforskningen for det amerikanske selskab.

Det italienske datterselskab skal kompenseres for de ekstraordinære omkostninger, som nedlukningen af selskabet medfører. Nedlukningsomkostningerne tillægges *markup*-procentsatsen på 5 %, der svarer til den tidligere armslængdekompensation.

Den primære markedsrisiko og den operationelle styring flyttes til det amerikanske salgsselskab, der bliver koncernens nye principal for COVID-19-vaccinen, og det amerikanske principalselskab får fremadrettet en residualindkomst efter aflønning af rutineaktiviteterne i Danmark og Holland. Indkomstpotentialet kompenseres fra det amerikanske koncernselskab til det afgivende danske moderselskab. Armslængdekompensationen afspejler det forventede afkast, som de immaterielle aktiver kan skabe.

Det danske moderselskabs TP-dokumentation i 2020/2021, hvor omstruktureringen finder sted

Danish Pharmaceuticals A/S skal beskrive den interne omstrukturering i TP-dokumentationen, så det er muligt for skattemyndighederne at vurdere ændringerne samt forstå den værdiansættelse, som koncernen har anvendt for overførslen af DEMPE-funktionerne og de immaterielle aktiver vedrørende Adversus-COVID i 2020/21. En del af de ansatte i Danmark opsiges, mens danske nøglemedarbejdere med værdifuld viden om bl.a. knowhow overdrages fra det danske til det amerikanske selskab. TP-dokumentationen skal beskrive forhold før og efter den interne omstrukturering, at kompensationen og formålet sker før skat og for at øge koncernstrukturens effektivitet, hvorved omstruktureringen har positive indvirkninger på koncernens fremtidige indtjening.

7.5.2 Værdiansættelse af Adversus-COVID ved intern overdragelse den 1. september 2020

Det er nødvendigt at lave en værdiansættelse af *Adversus-COVID*, som *Danish Pharmaceuticals*-koncernen skal bruge i overdragelsen af de immaterielle aktiver i indkomståret 2020/2021. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i den økonomiske situation, de fremadrettede muligheder og trusler for koncernen, økonomiske budgetter samt værdiansættelsesparametrene såsom WACC og terminalperiodeudviklingen. Der er fokus på pengestrømmene, der kan genereres på det amerikanske marked, da salget af vaccinen fremadrettet primært sker i USA hos det nye principalselskab.

Vurdering af den økonomiske situation i Danish Pharmaceuticals-koncernen i 2020/21

Den nuværende økonomiske situation hos *Danish Pharmaceuticals*-koncernen er god, da det er en vel-etableret koncern, der i mange år har leveret positive resultater. Det medfører, at koncernen har opbygget en solid egenkapital, der udgør 70 % af balancesummen. I 2018 blev moderselskabet *Danish Pharmaceuticals* opkøbt af kapitalfonden *Golden Capital Ltd.* med planen om at øge profitten over de kommende år. Det danske moderselskab har haft en stigende indtjening og *Danish Pharmaceuticals A/S* har, siden koncernen blev stiftet i 2010, skabt sig en stor kundebase i USA, hvor den største kunde er de amerikanske sundhedsmyndigheder. Den 1. september 2020 er passiverne fordelt som nedenfor:

Mia DKK	2020/2021	2019/2020
Egenkapital	3.284.298.176	2.955.868.358
Fremmedkapital	1.407.556.361	1.266.800.725
Total	4.691.854.537	4.222.669.083

Egenkapital i %	70%	70%
Fremmedkapital i %	30%	30%
Total i %	100%	100%

Figur 25 – Danish Phamarceuticals koncernens passiver (egenkapital og gæld) i 2019/2020 og 2020/2021 – (egen tilvirkning)

SWOT-analyse af koncernen og brancheforholdene pr. 1. september 2020

En SWOT-analyse anvendes til at analysere en koncerns styrker (S), svagheder (W), muligheder (O) og trusler (T), hvilket opsummerer de interne og eksterne faktorer, som opstilles i punktform. Koncernens styrker og svagheder er interne forhold, og muligheder og trusler er eksterne. Koncernen har ikke mulighed for at styre de eksterne forhold og må derfor forsøge at tilpasse sig eller minimere risikoen fra dem. SWOT-analysen er udarbejdet på baggrund af foregående beskrivelser af koncernen, de enkelte koncernselskaber og markedet. Analysen er oplistet i en tabel nedenfor:

SWOT-analyse	
Styrker	Svagheder
· Besidder banebrydende teknologi · Geografiske lokation · Stor erfaring og ekspertise inden for vaccineudvikling · Veldrevet koncern med stor egenkapital · Ejes af en kapitalfond · De første til at udvikle en COVID-19-vaccine · Stor kundebase i USA	· Uenigheder mellem direktionen og ejeren · Manglende erfaring med salg til uland · Medarbejdere har arbejdet i døgndrift · Handler kun med offentlige myndigheder · Handler primært med amerikanske myndigheder
Muligheder	Trusler
· Større fokus på det europæiske og asiatiske marked · Udvidelse af kundebase · Udvidelse af samarbejder · Flytte immaterielle aktiver og DEMPE-funktioner · Stor global efterspørgsel efter COVID-19-vaccine	· Geografisk lokation · COVID-19-vaccine fra Rusland · Restriktioner fra regeringer · Problemer med forsyningskæden · Konkurrenter producerer en bedre vaccine

Figur 26 – SWOT analyse – (egen tilvirkning)

Budget- og terminalperiode for COVID-19-vaccinen

Som led i at beregne compensation/exit-beskatning afledt af den interne omstrukturering, hvor de immaterielle aktiver vedrørende *Adversus-COVID* flyttes fra det danske moderselskab til *American Pharmaceuticals Sales Ltd.* den 1. september 2020, er der til værdiansættelsen af *Adversus-COVID* udarbejdet nedenstående budgettering:

År	År 1		År 2		År 3
Periode	September 2020- Januar 2021	Februar 2021-August 2021	September 2021- August 2022	September 2022- August 2023	
Antal producerede doser	200.000.000	800.000.000	1.200.000.000	400.000.000	400.000.000
Omsætning	28.700.000.000	99.200.000.000	148.800.000.000	49.600.000.000	49.600.000.000
Indkøb	-7.000.000.000	-28.000.000.000	-42.840.000.000	-14.565.600.000	-14.565.600.000
Produktion	-9.000.000.000	-18.000.000.000	-18.000.000.000	-6.000.000.000	-6.000.000.000
R&D	-4.000.000.000	-20.000.000.000	-30.000.000.000	-6.000.000.000	-6.000.000.000
Marketing	-2.000.000.000	-10.000.000.000	-18.000.000.000	-5.000.000.000	-5.000.000.000
Salg	-3.000.000.000	-15.000.000.000	-27.000.000.000	-9.000.000.000	-9.000.000.000
Produktgaranti	-1.000.000.000	-5.000.000.000	-9.000.000.000	-4.000.000.000	-4.000.000.000
Total - Free cash flow	2.700.000.000	3.200.000.000	3.960.000.000	5.034.400.000	5.034.400.000



Budgetperioden



Terminalperioden
Steady state

Figur 27 – Budget og forecasts for Danish Pharmaceuticals ift. Production og salg af COVID-19-vaccinen – (egen tilvirkning)

Tabellen illustrerer den forventede omsætning og de omkostninger, der vil være ved den fremtidige udnyttelse af *Adversus-COVID*. Antal producerede doser er fastlagt ud fra den forventede produktionskapacitet hos kontraktproducenten. Budgetudarbejdelsen baserer sig på de foregående analyser, offentligt tilgængelige informationer og de omkostninger, som de enkelte koncernselskaber har vurderet, at der vil være. Budgetperioden strækker sig over tre år, hvor pengestrømmene efterfølgende indtræder i *steady state*. Det skyldes, at flere analysebureauer og koncernens største konkurrent Pfizer vurderer, at efterspørgslen efter COVID-19-vacciner først begynder at falde efter 2022¹⁷⁹. Det vurderes, at uafhængige parter vil basere sig på de samme informationer, da det nuværende datagrundlag ikke giver et bedre indblik i længden af budgetperioden.

¹⁷⁹ <https://www.wsj.com/articles/pfizer-sales-fall-as-company-races-toward-covid-19-vaccine-11595936314>

Budgettering af omsætning

Danish Pharmaceuticals-koncernen har valgt at følge deres største konkurrent Pfizers prissætning, hvad angår koncernens COVID-19-vaccine. Inden Pfizer offentliggjorde prisen på deres COVID-19-vaccine, havde *Danish Pharmaceuticals*-koncernen indgået en aftale med den amerikanske regering, om at de første 150 mio. doser skulle leveres til dem for en pris på 150 DKK per dosis. Ifølge aftalen er det også muligt for den amerikanske regering at købe yderligere 100 mio. doser, hvor prisen vil være 124 DKK per dosis. Det betyder, at doser, der bliver produceret efter de første 150 mio. doser, vil blive solgt til 124 DKK uafhængigt af markedet, det sælges på¹⁸⁰. Det hænger sammen med, at Evercore ISI Pharma har beregnet, at medicinalsekskaberne, der forsker i og vil producere COVID-19-vacciner, i gennemsnit vil have en *profit-margin* på 40-50 %¹⁸¹. *Adversus-COVID* budgetteres til at have en *profit-margin* på omkring 40-50 %.

Omsætning per dosis <i>Adversus-COVID</i> - vaccine					Terminalperioden
DKK (hele kroner)	År 1 September 2020- Januar 2021		År 2 Februar 2021-August 2021	År 3 September 2021- August 2022	
Antal doser	200.000.000	800.000.000	1.200.000.000	400.000.000	400.000.000
Omsætning total	28.700.000.000,00	99.200.000.000,00	148.800.000.000,00	49.600.000.000,00	50.592.000.000
Omsætning per dosis	143,50	124,00	124,00	124,00	126,48

Figur 28 – Danish Pharmaceuticals omsætning per dosis *Adversus-COVID*-vaccine – (egen tilvirkning)

OECD estimerer, at 50-75 % af verdensbefolkningen skal vaccineres for at bekæmpe coronavirussen, og at det vil tage 12-18 måneder at gøre den tilgængelig for hele verden¹⁸². I 2020 er der ca. 7,8 mia. mennesker, hvilket betyder, at 3,9-5,85 mia. mennesker skal vaccineres mod COVID-19¹⁸³. Det betyder, at der globalt er en stor efterspørgsel på den første COVID-19-vaccine. *Danish Pharmaceuticals*-koncernen har derfor valgt at skalere produktionen, så den i årene 2020-2022 samlet producerer 2,2 mia. doser af vaccinen *Adversus-COVID*. På nuværende tidspunkt vurderer de selskaber, der forsker i en potentiel COVID-19-vaccine, at vaccinerne bliver en årlig vaccination, da antistofferne kun opholder sig i kroppen i 12 måneder. Det medfører, at der efter en vaccination stadigvæk vil være efterspørgsel på en COVID-19-vaccine såsom *Adversus-COVID*.

¹⁸⁰ https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12309865.ece

¹⁸¹ <https://www.fiercepharma.com/pharma/lead-covid-19-vaccine-players-will-split-100b-sales-and-40b-profits-analyst>

¹⁸² <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/treatments-and-a-vaccine-for-covid-19-the-need-for-coordinating-policies-on-r-d-manufacturing-and-access-6e7669a9/>

¹⁸³ <https://population.un.org/wpp/DataQuery/>

Danish Pharmaceuticals-koncernen vurderer, at den primært fastholder fokus på det amerikanske marked, men at den i 2021 vil øge sit fokus på det europæiske og asiatiske marked. I november 2020 er der præsidentvalg i USA, hvor meningsmålingerne peger på, at Joe Biden vinder valget. Joe Biden har meldt ud, at regeringen vil tilbyde gratis COVID-19-vaccinationer til alle amerikanere¹⁸⁴, hvis han vinder valget. Danish Pharmaceuticals-koncernen har et mål om forsat at fokusere på det amerikanske marked, da det samlet udgør 331 mio. mennesker¹⁸⁵ i september 2020. Danish Pharmaceuticals-koncernen vurderer, at der i løbet af år 3 i budgetperioden kommer et større udbud af COVID-19-vacciner. Det skyldes, at der på nuværende tidspunkt forskes i 167 potentielle COVID-19-vacciner¹⁸⁶. Koncernen vælger derfor efter år 2 at nedskalere produktionsvolumen til 400 mio. doser *Adversus-COVID* om året. Denne produktionsvolumen fastholdes i terminalperioden.

Budgettering af omkostninger

Det danske moderselskab har efterspurgt præcise estimater på koncernselskabernes omkostninger ved at producere *Adversus-COVID*. Det betyder, at de skal estimere et specifikt beløb per dosis vaccine, der anvendes til at varetage deres funktion i værdikæden baseret på tidligere erfaring og/eller direkte afmåling af markedspriser på råvarer og lign. Estimerne fra koncernselskaberne er vurderet og gennemgået af det danske moderselskab, før de anvendes i budgetteringen, da uafhængige parter ville lave samme undersøgelse i estimeringen af omkostningerne.

Omkostninger per dosis <i>Adversus-COVID</i> - vaccine					
DKK (hele kroner)	År 1		År 2	År 3	Terminalperioden
	September 2020- Januar 2021	Februar 2021- August 2021	September 2021- August 2022	September 2022- August 2023	
Indkøb	35	35	35,7	36,4	37,1
% udvikling		0%	2%	2%	2%
Produktion	45	22,5	15	15	15,3
% udvikling		-50%	-33%	0%	2%
R&D	20	25	25	15,0	15,3
% udvikling		25%	0%	-40%	2%
Salg	15	18,75	22,5	22,5	23,0
% udvikling		25%	20%	0%	2%
Marketing	10	12,5	15	12,5	12,8
% udvikling		25%	20%	-17%	2%
Produktgaranti	5	6,25	7,5	10	10,2
% udvikling		25%	20%	33%	2%

Figur 29 – Danish Pharmaceuticals forventede omkostninger per dosis *Adversus-COVID*-vaccine – (egen tilvirkning)

¹⁸⁴ https://nyheder.tv2.dk/2020-08-14-usa-lover-gratis-covid-19-vaccine-til-alle-amerikanere?fbclid=IwAR0IW5tUkWX681pGDgsr5H1GYUrHa69hLwPD-CwIxJfYr2paCo7RmBN0_30

¹⁸⁵ <https://www.worldometers.info/world-population/us-population/>

¹⁸⁶ https://www.who.int/publications/m/item/draft-landscape-of-covid-19-candidate-vaccines?fbclid=IwAR3dJT_7hYs4fCU3sFUEdZSmopRCt3XH1MNIkYMRG6ihgavqYEhgg1mNs

Indkøbs- og produktionsomkostninger

Netherland Pharmaceuticals Production BV står for selve produktionen af *Adversus-COVID* efter omstruktureringen. Det danske moderselskab har i samarbejde med den hollandske kontraktproducent estimeret, at det koster 35 DKK per dosis vaccine i råvareindkøb. Kontraktproducenten har erfaringer med, at råvarepriser reguleres tilsvarende inflationen. Det betyder, at der årligt vil være en prisregulering på 2 % af indkøbsomkostningerne. Kontraktproducenten laver løbende omkostningsanalyser, der viser, hvor meget det koster at producere vacciner. Ud fra analyserne og erfaringen vurderes det, at udgangspunktet vil være 15 DKK per dosis vaccine i produktionsomkostninger. I opstartsfasen, der løber over fire måneder, er disse tre gange højere end udgangspunktet på 15 DKK, nemlig 45 DKK. I de resterende otte måneder af år 1 falder omkostningerne med 50 % til 22,5 DKK, og de efterfølgende år falder de til udgangspunktet på 15 DKK per dosis.

Udviklingsomkostninger

Danish Pharmaceuticals A/S vil efter omstruktureringen stå for kontraktforskning, hvor det danske selskab udfører rutineforskning vedrørende bivirkninger, længden på immuniteten samt synergieffekter af *Adversus-COVID*. Markedsrisikoen og den strategiske DEMPE-styring af COVID-19-vaccinen vil fremover ligge i USA. Det danske moderselskab vurderer ud fra deres tidligere erfaringer med at være de første på markedet med en vaccine og ud fra omkostningsanalyser, at udgangspunktet for vaccineudviklingen er 20 DKK per dosis vaccine. De har desuden erfaret, at der, i takt med at produktionsvolumen stiger, vil ske en tilsvarende stigning i udviklingsomkostningerne på 25 %. Det medfører, at når produktionsvolumen sænkes i år 3, falder omkostningerne tilsvarende med 40 %. Herefter følger omkostningerne prisudviklingen i samfundet.

Salgsomkostninger

American Pharmaceuticals Sales Ltd. vil efter omstruktureringen være principal, der bidrager til alle led i værdikæden. Det nye principalselskab har stor erfaring med salg af vacciner og kender omfanget af de tilhørende salgsomkostninger. Datterselskabet vurderer, at der i resten af 2020 ikke vil være større omkostninger forbundet med salget af *Adversus-COVID*. Det skyldes, at det amerikanske datterselskab er det første til at tilbyde en COVID-19-vaccine til offentligheden, samt at konkurrenterne først forventer at have en vaccine klar på et senere tidspunkt. Udgangspunktet for salgsomkostningerne forventes at være 15 DKK per dosis vaccine, og beløbet stiger med 25 % det første år og yderligere med 20 % i år 2. I år 3 er salgsomkostningerne fastholdt på et niveau med en stigning på 20 % fra udgangspunktet på 15 DKK. Det sker i takt med øget konkurrence på markedet og et øget fokus på det europæiske og asiatiske marked. Herefter følger omkostningerne prisudviklingen i samfundet.

Marketings- og produktgarantiomkostninger

American Pharmaceuticals Sales Ltd. har i samarbejde med Danish Pharmaceuticals A/S udarbejdet et estimat for omfanget af marketings- og produktgarantiomkostninger vedrørende *Adversus-COVID*. Udgangspunktet for marketing er 10 DKK og 5 DKK til produktgaranti per dosis vaccine. Principalselskabet forventer, at marketingsomkostningerne stiger med 25 % det første år og yderligere med 20 % i år 2, og at de i år 3 er på 12,5 DKK i takt med øget konkurrence på markedet. Produktgarantien forventes at stige med 25 % i år 1, 20 % i år 2 og 33 % i år 3. Det skyldes, at eftervirkningerne fra *Adversus-COVID* først viser sig over tid, hvorfor garantikravet først ifalder senere i budgetperioden.

DCF-beregningen

DCF-beregningen indeholder forudsætninger, der har indflydelse på værdien af *Adversus-COVID*. Beregningen indeholder en budget- og terminalperiode, som vist ovenfor, hvor de fremtidige pengestrømme (FCF) tilbagediskonteres til en nutidsværdi (NPV). På den måde kan værdien af de immaterielle aktiver vedrørende *Adversus-COVID* fastsættes. DCF-beregningen er opstillet nedenfor:

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000	3.960.000.000	5.034.400.000
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.807.998.596	3.777.623.392	4.653.933.506

Samlet NPV	14.239.555.494
------------	----------------

Terminalperiode	
FCF	5.034.400.000
Vækstrate	2,00%
Værdiberegning	421.929.457.327
Diskontering	0,91
NPV	383.960.716.371

Nutidsværdi budgetperioden	14.239.555.494
Nutidsværdi terminalperioden	383.960.716.371
Total markedsværdi af de immaterielle af <i>Adversus-COVID</i>	398.200.271.865

Figur 30 - DCF-beregningen der viser den totale markedsværdi af *Adversus-COVID*-vaccinen – (egen tilvirkning)

Diskonteringsfaktoren WACC, der beregnes ud fra flere parametre, er illustreret nedenfor:

Parametre	
Egenkapitalandel	70,00%
Fremmedkapitalandel	30,00%
Risikofri rente	-0,39%
Markedsrisikopræmie	5,48%
Beta-værdi	0,93
Skattesats	22,00%
Selskabsspecifikt risikotillæg	0,00%

Egenkapitalomkostning	4,69%
Fremmedkapitalomkostning	-0,30%
WACC	3,19%

Figur 31 - DCF-beregningens forudsætninger – (egen tilvirkning)

Ud fra budgetteringen af de fremtidige pengestrømme og beregningen af WACC kan den totale markedsværdi af de immaterielle aktiver vedrørende *Adversus-COVID* fastsættes til 398 mia. DKK.

Evercore ISI pharma estimerer, at den totale markedsvolumen for COVID-19-vacciner er 100 mia. USD, hvor *profit-marginen* er på mellem 40-50 %¹⁸⁷. Det medfører en samlet profit på mellem 40-50 mia. USD, hvor der ikke tages højde for, at *Adversus-COVID* er en årlig vaccine, der generer årlig tilbagevendende indkomst. Estimatet for værdiansættelsen af *Adversus-COVID* er derfor på et acceptabelt markedsniveau, som *Danish Pharmaceuticals*-koncernen kan bruge i overdragelsen af de immaterielle aktiver i indkomståret 2020/2021.

Følsomhedsanalyse af værdiansættelsen

Følsomhedsanalysen illustrerer ændringer i værdiansættelsen, når enkelte parametre som selskabsskatten, det selskabsspecifikke risikotillæg og WACC ændres. Det betyder, at værdiansættelsens følsomhed over for ændringer af parametrene testes for at påvise, hvilken effekt det vil have på den endelige værdi. Det skyldes, at skattemyndighederne kan være uenige i fastlæggelsen af værdierne, der indgår som de centrale parametre, hvorfor moderselskabet skal beregne følsomheden i værdiansættelsen, da skattemyndighederne kan kræve ændringer i parametrene.

¹⁸⁷ <https://www.fiercepharma.com/pharma/lead-covid-19-vaccine-players-will-split-100b-sales-and-40b-profits-analyst>

De amerikanske skattemyndigheder kan være uenige i de værdier, der benyttes i en eller flere af de centrale parametre, der anvendes i værdiansættelsen af *Adversus-COVID*. I værdiansættelsen af *Adversus-COVID* benyttes den danske selskabsskattesats på 22 %, da selskabsskattesatsen i det land, hvor det immaterielle aktiv befinder sig, skal anvendes ifølge Skattestyrelsen. Den fremtidige salgsaktivitet er beliggende i USA, hvorfor de amerikanske skattemyndigheder kan vurdere, at den amerikanske skattesats giver et mere retvisende billede af de fremtidige pengestrømme. Af den grund illustreres ændringer af den benyttede skattesats, og hvordan det påvirker værdiansættelsen:

Skattesats	18%	20%	22%	24%	26%
WACC	3,188%	3,191%	3,193%	3,196%	3,198%
De immaterielle aktivers værdi	399.767.486.985	398.982.337.457	398.200.271.865	397.421.272.079	396.645.320.109

Figur 32 – Følsomhedsanalyse hvor skattesatsen ændres – (egen tilvirkning)

En stigning i skattesatsen medfører, at WACC bliver større, hvorfor de immaterielle aktiver bliver mindre værd. På trods af at skatteprocenten stiger med 2 %, falder værdien af de immaterielle aktiver ikke væsentligt. Det skyldes, at skatteprocenten kun benyttes til at beregne fremmedkapitalomkostningerne, hvilket medfører, at ændringerne ikke har den store effekt.

Det selskabsspecifikke risikotillæg tillægges i en værdiansættelse, når det vurderes, at der er en højere risiko end beta-værdien for selskaberne, der danner grundlag for værdien. I værdiansættelsen af *Adversus-COVID* indgår der ikke et selskabsspecifikt risikotillæg, da det vurderes allerede at være indeholdt i budgetteringen. Derfor illustreres det, hvad en stigning i det selskabsspecifikke risikotillæg medfører til værdien af de immaterielle aktiver:

Selskabsspecifikt risikotillæg	0%	1%	2%	3%	4%
WACC	3,193%	3,427%	3,661%	3,895%	4,129%
De immaterielle aktivers værdi	398.200.271.865	333.026.883.787	286.218.832.427	250.973.313.716	223.478.069.533

Figur 33 – Følsomhedsanalyse hvor selskabsspecifikt risikotillæg ændres – (egen tilvirkning)

Stigningen i det selskabsspecifikke medfører en væsentlig ændring af WACC og værdien af de immaterielle aktiver. Det skyldes, at det selskabsspecifikke risikotillæg tillægges direkte fremmedkapitalomkostningerne, hvorfor effekten er større end ved ændringen af skattesatsen.

For at teste de immaterielle aktivers værdi over for større ændringer i WACC er der nedenfor estimeret en udvikling i WACC på henholdsvis -10 % til +10 %:

Ændring i WACC	-10%	-5%	0%	5%	10%
WACC	2,874%	3,034%	3,193%	3,353%	3,513%
De immaterielle aktivers værdi	543.462.755.134	459.609.791.140	398.200.271.865	351.288.016.799	314.282.027.590

Figur 34 – Følsomhedsanalyse hvor WACC ændres – (egen tilvirkning)

Udviklingen i WACC har betydelig indflydelse på værdien af de immaterielle aktiver, da et fald på -10% i WACC vil få de immaterielle aktivers værdi til at stige med mere end 100 mia. DKK. Modsvarende vil værdien falde, hvis WACC stiger. Værdien påvirkes ikke i samme grad ved i en stigning i WACC, da effekten resulterer i et fald på mindre end 100 mia. DKK.

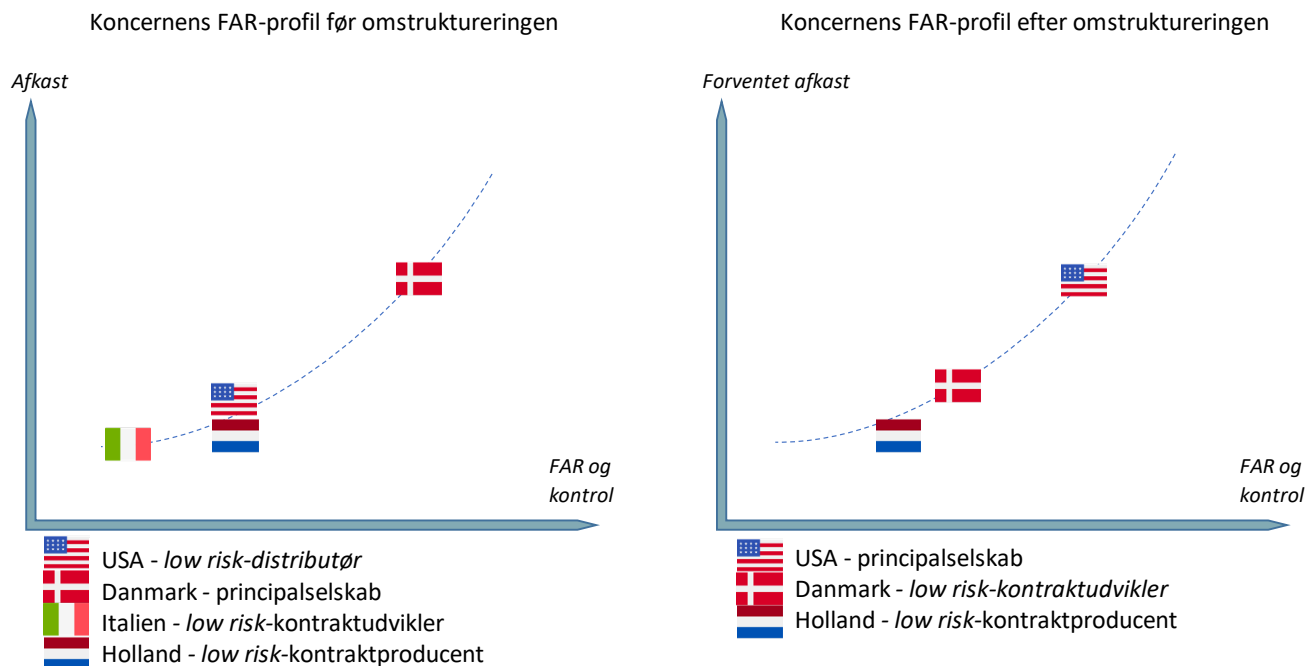
Følsomhedsanalysen viser, at små ændringer i WACC og dens tilhørende parametre har stor indflydelse på den endelige værdi af de immaterielle aktiver, der relaterer sig til *Adversus-COVID*. Analysen viser, at det især er det selskabsspecifikke risikotillæg og store ændringer i WACC, der medfører, at værdien kan ændres med op til 100 mia. DKK. Følsomhedsanalysen viser derfor, at værdien af *Adversus-COVID* svinger i intervallet 223–543 mia. DKK alt afhængig af parametrene værdier i værdiansættelsen.

7.6 Ændringer ved omstruktureringen den 1. september 2020

Omstruktureringen betyder, at det fremtidige indkomspotentiale flyttes fra Danmark til USA samt fra Italien til Danmark. Uafhængige parter vil kræve kompensation for de overførte funktioner, immaterielle aktiver, risici og kontrol. De omfattede transaktioner identificeres som følgende:

- Overførsel af udviklings- og forskningsaktiviteterne fra det italienske koncernselskab til det danske moderselskab.
- Overførsel af alle salgsaktiviteter fra det danske moderselskab til det amerikanske koncernselskab.
- Overførsel af patentet på *Adversus-COVID* fra det danske moderselskab til det amerikanske koncernselskab.
- Overførsel af knowhow vedrørende *Adversus-COVID* via medarbejdere fra det danske moderselskab til det amerikanske koncernselskab.
- Overførsel af alle DEMPE-funktioner og kontrol over dem fra det danske moderselskab til det amerikanske koncernselskab.

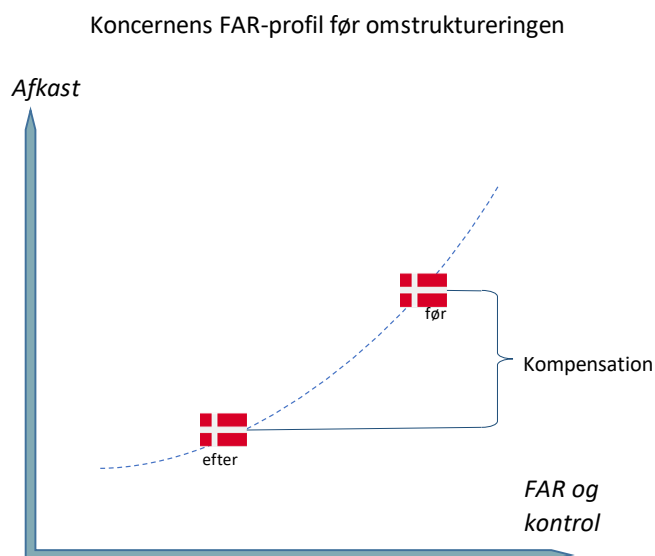
Transaktionerne og omstruktureringen medfører, at *Danish Pharmaceuticals*-koncernens FAR-profiler ændres. Ændringerne er illustreret nedenfor:



Figur 35 – Danish Pharmaceuticals koncernen FAR-profil før og efter omstruktureringen – (egen tilvirkning)

Det danske moderselskab mister sin principalstatus og er placeret lavere på FAR-kurven efter omstruktureringen. Det amerikanske koncernselskab er placeret højere på FAR-kurven, hvilket betyder, at selskabet fremover modtager større afkast og påtager sig større risici vedrørende de overtagne DEMPE-funktioner og immaterielle aktiver. Det amerikanske koncernselskab modtager principalstatus som følge af omstruktureringen. Det hollandske koncernselskab fastholder sin position på FAR-kurven, da selskabet ikke er involveret i omstruktureringen, og det italienske koncernselskab ophører og er ikke til stede på FAR-kurven efter omstruktureringen.

Det danske moderselskab kompenseres ud fra armslængdeprincippet, der betyder, at moderselskabet kompenseres for de overførte DEMPE-funktioner, immaterielle aktiver og det overdragede indtjeningsgrundlag. Det danske moderselskab skal også kompenseres for omstrukturingsomkostninger, som afholdes for at overflytte indkomspotentiale til USA. Årsagen til compensationen er vist nedenfor:



Figur 36 - Det danske moderselskabs kompensation for afgivet indtjeningsgrundlag – (egen tilvirkning)

Det danske moderselskab får en lavere indtjening fremadrettet og skal kompenseres af den grund. Den økonomiske kontrol og de økonomiske risici tilhørende DEMPE-funktioner overføres til det amerikanske koncernselskab, der kompenserer moderselskabet. Indtjeningspotentialet ved *Adversus-COVID* kompenseres ud fra værdiansættelsen af de fremtidige pengestrømme af HTVI.

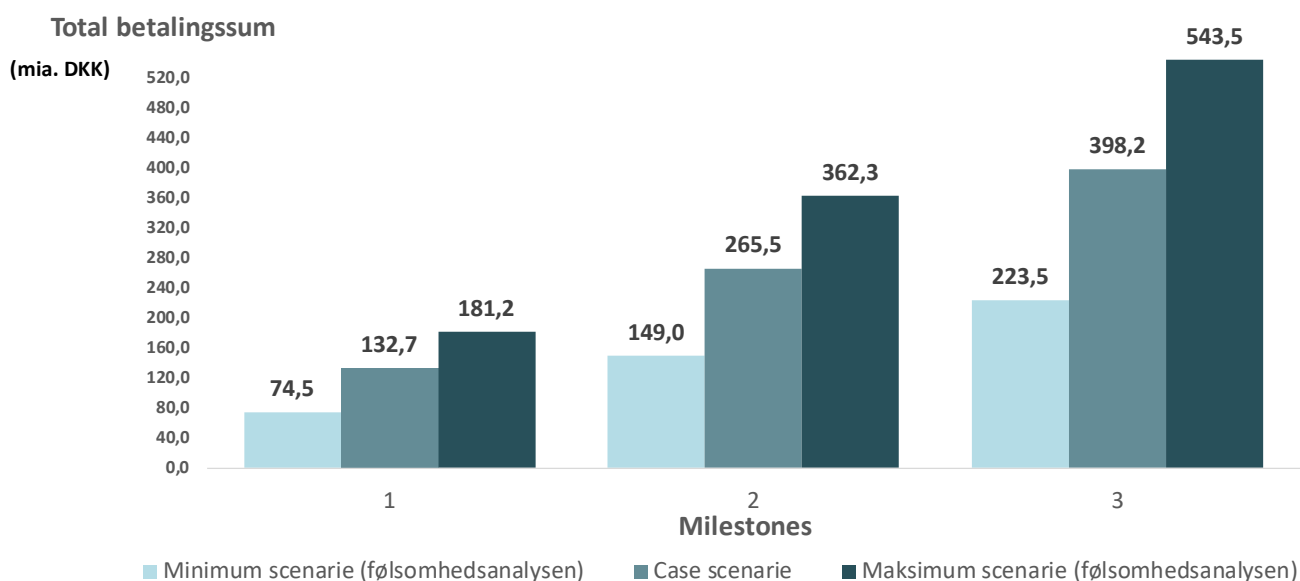
Værdien af de immaterielle aktiver vedrørende *Adversus-COVID* estimeres til 329 mia. DKK. Kompensationen skal ydes ud fra en *Milestone*-model, hvor den totale købesum fordeles over en treårig periode. *Milestone*-betalingerne gør, at den skattepligtige indkomst fordeles over tre år på tre *Milestones*. *Milestone 1* udløses, hvis selskabet som forventet er de første på det globale medicinalmarked med en vellykket vaccine. *Milestone 2* udløses, når det konstateres, at COVID-19-vaccinen er en årlig vaccination efter 12 måneder fra den første vaccinerede person, og *Milestone 3* udløses ved at det budgetterede årlige salg i de første tre år er i overensstemmelse med det realiserede i årene eller derover.

Milestone kriterier

-  Milestone 1: Firstmovers med en succesrig COVID-19-vaccine på det globale medicinalmarked
-  Milestone 2: Det konstateres at COVID-19-vaccinen er en årlig vaccination efter 12 måneder fra den første vaccinerede person
-  Milestone 3: Det budgetterede årlige salg i de første tre år er i overensstemmelse med det realiserede i årene eller derover

Figur 37 - Milestones kriterier for betaling af COVID-19-vaccinen Adversus-COVID – (egen tilvirkning)

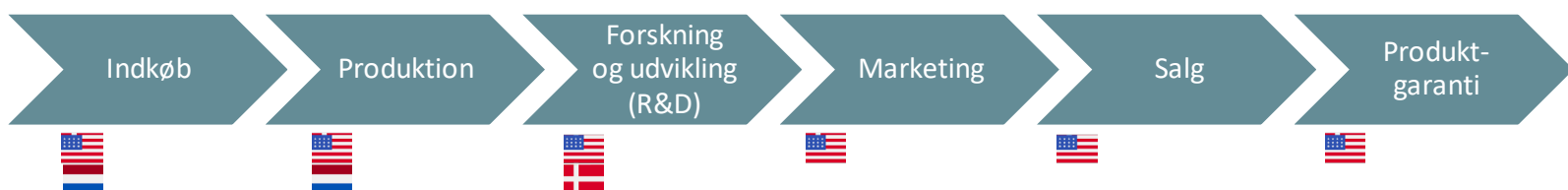
Følsomhedsanalysen viser, at markedsværdien af *Adversus-COVID* er i intervallet mellem 223–543 mia. DKK afhængigt af input, der kan ændres i DCF-modellen. *Milestone*-betalingerne ændres, hvis værdien ligger i minimum scenariet, i case scenariet og i maksimum scenariet fra følsomhedsanalysen.



Figur 38 - Milestones betalingerne påvirkes, afhængigt af parametrene værdier i DCF-modellen – (egen tilvirkning)

Milestones-betalingerne fordeler den totale købesum over den treårige periode, og betalingerne ydes kun, hvis *Milestone* 1, 2 og 3 indtræder. Det betyder, at det amerikanske selskab ikke betaler overdragelsessummen i *Milestone* 2, hvis COVID-19-vaccinen viser sig ikke at være en årlig vaccination. Det ændrer ikke på, at betalingen i *Milestone* 1 er et udtryk markedsværdien under de forudsætninger der var gældende på værdiansættelsestidspunktet. Den modtagende compensation af de immaterielle aktiver exit-beskattes i Danmark, jf. SL § 4, LL § 2 og AL § 40, i indkomståret 2020/2021, hvor de overdrages til USA.

Overdragelsen af de simple udviklings- og forskningsaktiviteter fra Italien til Danmark skal kompenseres, da det amerikanske selskab opnår indkomspotentiale, som uafhængige parter vil yde kompensation for. Det betyder, at Italien inden nedlukningen af koncernselskabet modtager armslængdekompensation for den indtjening, som koncernselskabet ikke længere modtager. Herefter lukkes datterselskabet ned, og aktiverne og passiverne fordeles til ejeren. Det amerikanske selskab skal yde denne kompensation, da det er det amerikanske selskab, der modtager de primære DEMPE-funktioner i den centraliserede struktur. Armslængdekompensationen kan ikke undlades, da uafhængige parter vil kompensere selskabet for at afgive sit indkomspotentiale. Den interne omstrukturering ændrer koncernens værdikæde, der er illustreret nedenfor:



Figur 39 - Danish Pharmaceuticals koncernens værdikæde efter omstruktureringen – (egen tilvirkning)

Værdikæden ændres efter omstruktureringen, så det amerikanske koncernselskab bidrager til alle DEMPE-funktionerne relateret til *Adversus-COVID*. *Netherland Pharmaceuticals Production BV* varetager fortsat indkøb og produktion, og *Danish Pharmaceuticals A/S* bidrager med videreudvikling. Det amerikanske koncernselskab *American Pharmaceuticals Sales Ltd.* har kontrolstyringen over DEMPE-funktionerne og fastsætter nu retningslinjer for, hvordan de øvrige *low risk*-koncernselskaber skal udføre deres rutinefunktioner.

7.7 Delkonklusion

Den egenudviklede case er udarbejdet for at undersøge, hvordan COVID-19 har indflydelse på et dansk moderselskab, der laver en intern omstrukturering i 2020, og hvordan immaterielle aktiver der vedrører en COVID-19-vaccine skal værdiansættes til markedsværdi under nye markedsforhold. Den amerikanske kapitalfond, der ejer *Danish Pharmaceuticals A/S*, laver d. 1. september 2020 en omstrukturering på den første dag i det nye regnskabsår. Omstruktureringen omhandler overdragelsen af de immaterielle aktiver, der vedrører en COVID-19-vaccine ved navn *Adversus-COVID* fra det danske moderselskab til deres koncernforbundne amerikanske distributionsselskab. Det sker på baggrund af TPG-vejledningens kapitel 1, 6 og 9, der omfatter armslængdeprincippet, immaterielle aktiver og interne omstruktureringer. I omstruktureringen værdiansættes de immaterielle aktiver, der vedrører *Adversus-COVID* ved brugen af en DCF-model.

Danish Pharmaceuticals A/S får på rekordtid udviklet en vaccine mod COVID-19, der i slutningen af juli 2020 har været igennem fase-3 og kan påbegynde fase-4. I slutningen af august 2020 modtages dansk og international godkendelse, og produktionen forventes at begynde i midten af september 2020.

Moderselskabet i Danmark har inden omstruktureringen det fulde og kontrollerende ejerskab af de immaterielle aktiver tilhørende *Adversus-COVID* og fungerer derfor som principal. Det betyder, at moderselskabet varetager de strategisk vigtige DEMPE-funktioner med bidrag fra koncernens *low risk* kontraktproducent, kontraktudvikler og distributør. Det medfører, at *low risk* koncernselskaberne kompenseres ud fra deres værdiskabelse i værdikæden med en rutinemæssig aflønning, og principalen modtager derefter residualindkomsten, da den bærer markedsrisikoen.

Omstruktureringen medfører, at den italienske kontraktudvikling i *Italy Pharmaceuticals R&D S.p.A.* lukkes, og aktiviteten overdrages til det danske moderselskab *Danish Pharmaceuticals A/S*. Moderselskabet skal fremover udføre kontraktforskningen, mens den strategiske styring af salget og de immaterielle aktiver tilhørende *Adversus-COVID* flyttes til *American Pharmaceuticals Sales Ltd*. Det betyder, at principalaktiviteten rykkes fra Danmark til USA. De immaterielle aktiver, der er omfattet af omstruktureringen værdiansættes ved brugen af en DCF-model med udgangspunkt i de pengestrømme som *Adversus-COVID* generer i fremtiden. Følsomhedsanalysen viser, at markedsværdien af *Adversus-COVID* ligger i intervallet 223–543 mia. DKK, hvis skatteprocent, selskabsspecifikt risikotillæg eller WACC ændres i DCF-modellen. Ud fra offentligt tilgængelige datagrundlag per 1. september 2020 fastlægges værdien til 398 mia. DKK, der er den estimerede markedsværdi, som benyttes i omstruktureringen.

Efter omstruktureringen fastholder det hollandske koncernselskab sin position på FAR-kurven, da selskabet ikke er involveret i omstruktureringen, og det italienske koncernselskab ophører. Det danske moderselskab mister sin principalstatus og placeres lavere på FAR-kurven og får dermed en lavere rutinemæssig aflønning. Det amerikanske distributionsselskab modtager principalstatus og placeres højere på FAR-kurven, hvilket betyder, at selskabet fremadrettet modtager større afkast og påtager sig større risici vedrørende de overtagne DEMPE-funktioner og immaterielle aktiver.

8. Konklusion

Afhandlingen har med udgangspunkt i TPG-kapitlerne 1, 6 og 9 til hensigt at undersøge, hvordan moderselskaber skal værdiansætte immaterielle aktiver, der indgår i en koncernintern omstrukturering og tage højde for COVID-19's påvirkninger. COVID-19 kan have forøget eller reduceret koncernens salg samt medført ekstraordinære forhold, der kan have hævet eller formindsket omkostningerne. I TPG-vejledningen fremgår det ikke, hvordan moderselskaber foretager interne omstruktureringer og værdiansætter immaterielle aktiver under påvirkninger fra globale pandemier, hvorfor afhandlingen er en inspiration til moderselskaber.

TPG-kapitel 1 vejleder om anvendelsen af armslængdeprincippet i kontrollerede transaktioner. Moderselskaber gennemgår de fem sammenlignelighedsfaktorer for at undersøge, om der er sammenlignelige referencetransaktioner, som understøtter, at de kontrollerede transaktioner sker på markedsvilkår. I overdragelsen af en COVID-19-vaccine er der i september 2020 ikke nogen sammenlignelige referencetransaktioner. Moderselskabet skal derfor udarbejde en værdiansættelse, der understøtter overholdelsen af armslængdeprincippet, da værdien er et udtryk for den markedspris, som uafhængige parter vil give for en COVID-19-vaccine. Under påvirkninger fra COVID-19 skal principalen i en centraliseret koncernstruktur sikre, at der sker en korrekt armslængdekompensation, som afspejler de ændrede markedsvilkår og øgede omkostninger, som COVID-19 har medført. Det skyldes, at principalen bærer markedsrisikoen og derfor skal kompensere *low risk* koncernselskaberne for påvirkninger fra COVID-19. I 2020 er det derfor vigtigt for moderselskaber at dokumentere, hvilke påvirkninger COVID-19 har på koncernaktiviteterne.

TPG-kapitel 6 vejleder om immaterielle aktiver, når de indgår i kontrollerede transaktioner. Under COVID-19 skal koncerner genoverveje placeringen af de strategisk vigtige DEMPE-funktioner samt immaterielle aktiver. Det skyldes, at *low risk* koncernselskaber i 2020 kan have øgede omkostninger ved udførelsen af DEMPE-funktioner. Det vurderes, om *low risk* koncernselskaberne skal bære de forøgede omkostninger, eller om der mangler en *year end adjustment*, som principalen skal betale. Det er vigtigt, at koncernselskaberne aflønnes for deres faktiske adfærd og risici. Hvis det er en varig ændring, der ændrer FAR-profilen af *low risk* koncernselskaberne, skal moderselskabet omstrukturere sine koncernaktiviteter.

TPG-kapitel 9 omhandler interne omstruktureringer, hvor risikofordelingen ændres mellem koncernforbundne selskaber. Under COVID-19 skal moderselskaber være opmærksomme på, om landes sundhedsmæssige tilstand og restriktioner påvirker den fremtidige værdiskabelse. Moderselskaber skal derfor vurdere den strategiske placering af de immaterielle aktiver og strategisk vigtige DEMPE-funktioner for at

minimere negative påvirkninger fra pandemier. TP-dokumentationen i 2020 skal indeholde beskrivelser af, hvordan faktiske (*ex post*) og budgetterede resultater (*ex ante*) har været påvirket af COVID-19, og hvis COVID-19 har været den direkte årsag til omstruktureringen. Der skal også fremgå en klar beskrivelse af de ændrede forhold, samt hvilke koncernselskaber, der fremadrettet varetager DEMPE-funktionerne. Det danner grundlag for den retmæssige armslængdekompensation, der afhænger af de ændrede FAR-profiler.

TPG anbefaler brugen af indkomstmetoden og DCF-modellen i værdiansættelsen af unikke immaterielle aktiver såsom en COVID-19-vaccine, da DCF-modellen udtrykker de immaterielle aktivers totale markedsværdi. Det skyldes, at der ikke er sammenlignelige referencetransaktioner, og at TPG ikke anser omkostninger som værende et udtryk for værdi. I budgetteringen af de fremtidige pengestrømme for *Adversus-COVID* benyttes en treårig periode, da markedsforsventninger er, at det tager tre år at neutralisere pandemien med en COVID-19-vaccine. Neutraliseringen og stigende konkurrence på markedet medfører, at udviklingen indtræder i *steady state*, hvor de fremtidige pengestrømme derefter følger den generelle prisudvikling.

WACC benyttes som diskonteringsfaktor, hvor de primære elementer er den risikofrie rente, markedsrisikopræmien og beta. Moderselskabet skal benytte gennemsnitsværdier for disse parametre i værdiansættelsen af *Adversus-COVID*, da det forventes, at tendenserne fra 2020 vil indtræde i de kommende år. COVID-19 har påvirket den danske risikofrie rente, der har forårsaget et fald og en efterfølgende stigning. Faldet var medført af, at investorerne i takt med pandemiens udbrud skabte stigende uroligheder på aktiemarkedet, hvor stigningen primært var et resultat af regeringers etablering af hjælpepakker, et fald i antal COVID-19-smittede og genåbningen af samfundene. Investorernes markedsforsventninger og risikobillede har ændret sig i takt med et højt smittetryk, restriktioner fra regeringer og genåbningen af samfundene. Gennemsnitsværdien for markedsrisikopræmien giver derfor en nuanceret værdi, der inddrager de fremtidige mulige effekter fra COVID-19. Brancher har under COVID-19 klaret sig forskelligt, hvor den danske medicinalindustri har været omstillingsparat og derfor klaret sig godt. Beta-værdien skal derfor strække sig over en femårig periode, da værdien vil afspejle perioder med høj og lav konjunktur samt påvirkninger fra COVID-19 og andre ekstraordinære begivenheder.

Følsomhedsanalysen viser, at værdien af *Adversus-COVID* er meget følsom over for små ændringer i WACC, det selskabsspecifikke risikotillæg og selskabsskatteprocenten. Ændringerne betyder, at værdien kan svinge i intervallet 223–543 mia. DKK. Derudover viser analysen, at værdien af *Adversus-COVID* kun kan fastholdes i intervallet, hvis det er en årlig vaccination.

Den egenudviklede case omhandler, hvordan *Danish Pharmaceuticals* på rekordtid har udviklet en årlig vaccine mod COVID-19 med navnet *Adversus-COVID*. Koncernens forsyningskæde har under COVID-19 været påvirket af, at det danske moderselskab har haft svært ved at levere til den amerikanske distributør, samt at kontraktudviklingen i Italien har vist sig at være bedre varetaget af det danske moderselskab. Den amerikanske ejer vurderer derfor, at der er større potentiale i at flytte den udviklede COVID-19-vaccine og de strategisk vigtige DEMPE-funktioner fra Danmark til USA, for at opretholde den nuværende og fremtidige rentabilitet samt minimere de lokale påvirkninger, som COVID-19 har medført i Italien. Den italienske kontraktudvikler lukkes, hvorefter aktiviteterne fortsætter i det danske moderselskab. Det hollandske koncernselskab fastholder sin position på FAR-kurven, da koncernselskabet ikke er involveret i omstruktureringen. Det danske moderselskabs' principalstatus overdrages til det amerikanske distributionsselskab. Det danske moderselskab placeres derfor lavere på FAR-kurven og får en lavere rutinemæssig aflønning. Det amerikanske distributionsselskab placeres højere på FAR-kurven, og modtager et større afkast, da det påtager sig markedsrisikoen vedrørende de overtagne DEMPE-funktioner og immaterielle aktiver vedrørende *Adversus-COVID*.

9. Perspektivering

Afhandlingen har undersøgt, hvordan moderselskaber skal foretage en intern omstrukturering, der involverer overdragelse af immaterielle aktiver under påvirkninger fra COVID-19 i 2020. I afhandlingens omstrukturering værdiansættes en COVID-19-vaccine ud fra armslængdeprincippet med fokus på offentligt tilgængelige data, som uafhængige parter ville gøre brug af. Den egenudviklede case har vist, at det er muligt at lave en intern omstrukturering i 2020 under påvirkninger af COVID-19, hvor det er særligt vigtigt at tage højde for de ændrede markedsvilkår, samt hvordan det påvirker den koncerninterne armslængdekompensation. Usikkerheden gør, at skattemyndighederne i det afgivende og modtagende land kan være uenige om værdien. I den forbindelse anbefaler afhandlingen, at moderselskaber gør brug af prisregulerende betalinger som *Milestone* betalinger. Hvis det modtagende land har en dobbeltbeskatningsoverenskomst med Danmark, skal moderselskaber overveje at fremsende en APA-anmodning om prisfastsættelse.

TPG vejleder ikke i, hvordan moderselskaber skal foretage omstruktureringer under påvirkninger fra globale pandemier, hvor regeringer i de enkelte lande reagerer meget forskelligt alt afhængig af landets økonomi, politiske struktur og smittetrykket. COVID-19 var et uventet forhold, og regeringers restriktioner øger selskabernes risiko og vanskeliggør værdiansættelser. I afhandlingen er der indarbejdet flere anbefalinger, og afhandlingen kan anvendes som inspiration til et dansk moderselskab, der ønsker at omstrukturere sine koncernaktiviteter og værdiansætte deres immaterielle aktiver på markedsvilkår.

Brancher og lande har været påvirket forskelligt under COVID-19-krisen, og de enkelte lande har oplevet forskellige smittetryk. Det har medført, at regeringer har indført lokale restriktioner, der skulle opretholde den sundhedsmæssige tilstand i landene samt minimere de negative økonomiske konsekvenser, som følger af COVID-19. I takt med pandemiens udvikling har det ført til store uroligheder på de finansielle markeder. I forbindelse med regeringers etablering af diverse hjælpepakker, et fald i antal COVID-19-smittede og genåbningen af samfundene i april 2020 har investorer genvundet optimismen omkring de finansielle markeder. Investorernes generelle forventninger til den fremtidige udvikling i de finansielle markeder er, at tendenserne, der har vist sig i 2020, gentages over de kommende år. Det skyldes, at restriktioner fra regeringer såsom brugen af mundbind og fysisk afstand først ophører, når vi har en effektiv COVID-19-

vaccine, der kan neutralisere pandemien¹⁸⁸. Afhandlingen viser også, at COVID-19 åbner nye muligheder for en række brancher såsom udviklingen af en COVID-19-vaccine eller et større onlinesalg som eksempelvis LEGO, der har haft en omsætningsvækst på 7 % sammenlignet med første halvår af 2019¹⁸⁹. Moderselskaber skal i deres TP-dokumentation beskrive, hvordan disse forhold har påvirket resultaterne i 2020. Det medfører, at moderselskaber undgår længerevarende tvister med de kompetente skattemyndigheder angående resultatfordelingen.

Anbefalinger til TPG

Afhandlingen har gennemgået TPG-kapitlerne 1, 6 og 9 med udgangspunkt i, hvordan danske moderselskaber skal håndtere armslængdeprincippet, immaterielle aktiver og interne omstruktureringer med påvirkninger fra COVID-19. Gennemgangen har vist, at TPG med fordel kan inddrage pandemiers påvirkninger i nævnte kapitler, herunder hvordan globale pandemier skal betragtes som eksterne risikofaktorer. Inddragelsen skal omfatte, hvordan disse påvirker koncernselskabernes indtjening, hvilket kan hjælpe koncerner med de årlige *year end adjustments* af *low risk* selskaber. Det kan også være en hjælp til koncernerne i deres overvejelser om armslængdekompensation, hvis organisationsstrukturen skal tilrettes for at minimere risikoen for negative påvirkninger fra pandemier. Vejledningen kan uddybes med anbefalinger om, hvordan koncerner geografisk spreder DEMPE-funktioner udover forskellige lande for at minimere lokale påvirkninger såsom restriktioner fra regeringer. I den forbindelse skal OECD's supplerende information om midlertidige ændringer indarbejdes i vejledningen, da det vil betyde, at samtlige DEMPE-funktioner ikke påvirkes af enkelte lokale restriktioner og kan være med til at sikre en mere stabil drift af koncernen. TPG kan mere præcist indeholde beskrivelser af, hvordan moderselskaber skal tage højde for pandemiers påvirkninger på økonomiske risici, hvor vejledningen ikke er tilstrækkelig, når vejledningen omtaler, at *low risk* koncernselskaber ikke skal bære underskud "i et normalt år", da 2020 ikke kan anses som værende et normalt år. TPG 2017 er udarbejdet i en periode med højkonjunktur, hvor verden ikke havde oplevet globale pandemier, og deres fokus var på at undgå skattespekulationer i organisationsstrukturer med substansløse selskaber.

Under COVID-19-krisen kan force majeure-forhold blive aktuelt mellem uafhængige parter. I TPG fremgår det ikke specifikt, hvordan et force majeure-forhold har indflydelse på den interne kontrakt mellem koncernselskaber. Vejledningen omtaler, at principalen bærer markedsrisikoen, og TPG kan derfor med fordel

¹⁸⁸ <https://nyheder.tv2.dk/samfund/2020-09-01-jens-lundgren-mindst-to-ar-til-vaccine>

¹⁸⁹ <https://www.lego.com/en-dk/aboutus/news/2020/september/interim-results/>

udddybes med en beskrivelse af, hvordan koncernselskaber skal håndtere force majeure-forhold i ændringen af kontraktvilkårene samt fordelingen mellem koncernselskaberne. Den sundhedsmæssige tilstand skal medtages i vurderingen, når der skal foretages en omstrukturering. TPG inddrager ikke landes sundhedsmæssige tilstand som et vurderingspunkt, når moderselskaber skal vurdere placeringen af de strategisk vigtige DEMPE-funktioner, hvorfor TPG med fordel kan inddrage dette.

TPG vejleder om værdiansættelse, men ikke præcist, hvordan moderselskaber skal tilgå de enkelte parametre i værdiansættelsen. TPG kan med fordel uddybe afsnittet omkring værdiansættelse, så der fremgår en klar og standardiseret vejledning til, hvordan moderselskaber skal beregne WACC og tilgå parametrene, der indgår i denne. Det betyder, at moderselskaber har lettere ved at finde en passende beta-værdi, markedsrisikopræmie og risikofrie rente, da der kan være forskellige måder at beregne disse og flere forskellige datakilder at tage udgangspunkt i.

Forventninger til fremtiden

I starten af COVID-19-udbruddet var der stor usikkerhed om, hvad fremtiden ville bringe. I september 2020 er det blevet mere klart, hvilke udfordringer og muligheder verden står overfor. I nogle brancher har det været en opbremsning såsom i hotel- og underholdningsindustrien, mens koncerner, der primært sælger produkter online, har oplevet en stigning i salget. I juni 2020 forudså OECD to mulige negative scenarier for den globale økonomiske udvikling. Det har i slutningen af august stået klart, at det mest negative af de to scenarier udfolder sig i efteråret 2020, hvilket kan føre til store udsving i den økonomiske situation blandt de enkelte koncerner. Samlet vil den globale økonomi lide et tab på -7,6 % i 2020. Verden har med undtagelse af finanskrisen i 2009 ikke set lignende situation siden anden verdenskrig, hvilket viser, at det er en alvorlig situation, som vi står i. Udviklingen har ført til, at lande ikke har råd til at foretage lignende nedlukninger, som det er set i foråret 2020¹⁹⁰. Det betyder, at regeringer bliver nødt til at foretage andre restriktioner såsom indførsel af mundbind i offentlig transport, der skal være med til at minimere det stigende smittetryk. I takt med at antallet af COVID-19-smittede globalt kan stige med en million på tre-fire dage¹⁹¹, kan det medføre at lande tvinges til at lukke ned, selvom de ikke har økonomisk råderum til det. Det kan i sidste ende betyde, at lande ikke har den økonomiske kapacitet til at indkøbe og

¹⁹⁰ <https://borsen.dk/nyheder/okonomi/oece-boss-vaerste-frygt-gaar-i-opfyldelse>

¹⁹¹ <https://borsen.dk/nyheder/udland/antallet-af-coronasmittede-overstiger-24-millioner-globalt1>

vaccinere befolkningen mod COVID-19. Det kan blive en trussel mod en global neutralisering af pandemien og udbredelsen af en potentiel COVID-19-vaccine. I modsætning til dette kan der være solidaritet mellem forskellige sammenslutninger af lande såsom den krisefond, som EU har etableret for at understøtte en udbredelse af en potentiel COVID-19-vaccine¹⁹². Derudover har Bill Gates og andre velhavende milliardærer ytret, at de vil give et økonomisk bidrag, der kan være med til at udbrede en COVID-19-vaccine, som kan være nødvendig for atter at opnå en mere normaliseret hverdag.

¹⁹² <https://borsen.dk/nyheder/politik/europas-ledere-er-enige-om-historisk-krisepakke-til-13600-mia-kr>

10. Litteraturliste

Litteratur

- Andersen, I. (2009). *Den skinbarlige virkelighed*. Frederiksberg: Samfundslitteratur.
- Fuglsang, L., & Olsen, P. (2005). *Videnskabsteori i samfundsvidenskaberne - På tværs af fagkulturer og paradigmer*. Roskilde: Roskilde Universitetsforlag.
- Juul, S., & Pedersen, K. (2012). *Samfundsvidenskabernes videnskabsteori*. København: Hans Reitzels Forlag.
- Kinkerdal, F., Petersen, C., & Plenborg, T. (2017). *Financial Statement Analysis*. Fagboklaget.
- OECD. (2017). *OECD Transfer Pricing Guidelines for Multinational Enterprises and Tax Administrations*. OECD Publishing.
- OECD. (2018). *Guidance for Tax Administrations on the Application of the Approach to Hard-to-Value Intangibles - BEPS Action 8*. OECD Publisher.
- OECD. (2018). *Revised Guidance on the Application of the Transactional Profit Split Method*. OECD Publisher.
- Tvarnø, C. D., & Nielsen, R. (2017). *Retskilder og Retsteorier*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

Love og bekendtgørelser

Ligningsloven

Skatteforvaltningsloven

Statsskatteloven

Websites

Aswath Damodaran: "Damodarn Online". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

OECD: "Tackling coronavirus (COVID-19) Contributing to a global effort". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<http://www.oecd.org/coronavirus/en/>

OECD: "Treatments and a vaccine for COVID-19: The need for coordinating policies on R&D, manufacturing and access". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/treatments-and-a-vaccine-for-covid-19-the-need-for-coordinating-policies-on-r-d-manufacturing-and-access-6e7669a9/>

borsen.dk: "STG ændrer struktur: Afskediger 800 ansatte". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/generelt/stg-aendrer-struktur-afskediger-800-ansatte1>

borsen.dk: "Trump giver med dekret ordre til lavere priser på medicin". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/generelt/trump-giver-med-dekreter-ordre-til-lavere-priser-paa-medicin1>

borsen.dk: "Optimismen bider sig fast hos globale aktieinvestorer: Vi er i et nyt bull-marked". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/investor/investoroptimismen-bider-sig-fast-vi-er-i-et-nyt-bull-marked>

borsen.dk: "Coronaen tager ny fart globalt: Vigtige vækstmarkeder er hårdt ramt". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://borsen.dk/nyheder/okonomi/coronaen-tager-ny-fart-globalt-rammer-vaekst-lande?fbclid=IwAROUNBTGxvqTBI9RABl0DnEIDkl426D_TffoPUipoR8vQlHAeeklrjvpmhM

borsen.dk: "Dansk topchef i OECD: Anden coronabølge har ramt Europa - derfor går den værste af junis to vækstprognoser nu i opfyldelse". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/okonomi/oecd-boss-vaerste-frygt-gaar-i-opfyldelse>

borsen.dk: "Europas ledere er enige om historisk krisepakke til 13.600 mia. kr.". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/politik/europas-ledere-er-enige-om-historisk-krisepakke-til-13600-mia-kr>

borsen.dk: "Europas ledere er enige om historisk krisepakke til 13.600 mia. kr.". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://borsen.dk/nyheder/politik/europas-ledere-er-enige-om-historisk-krisepakke-til-13600-mia-kr?fbclid=IwAR3vpTWdYVclaO4oCk2-XKTFgsxNge_A2EKg7YgqxqHFtxDxfzXBjdog3qQ

borsen.dk: "Antallet af coronasmittede overstiger 24 millioner globalt". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/udland/antallet-af-coronasmittede-overstiger-24-millioner-globalt1>

borsen.dk: "Rusland indleder coronavaccinationer i november". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/udland/rusland-indleder-coronavaccinationer-i-november>

borsen.dk: "USA køber 100 mio doser af potentiel coronavaccine for 12,7 mia kr.". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://borsen.dk/nyheder/udland/usa-kaster-127-mia-kr-efter-100-mio-doser-af-mulig-covid-19-vaccine?fbclid=IwAR2D5V5Wq38Y9RrMFYCFIrNEXOBHMXbciOOudAyF5pJmnnX_qMUBT5DuNAg

borsen.dk: "USA runder 150.000 coronadøde - Florida sætter ny rekord". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/udland/usa-runder-150000-coronadode-florida-saetter-ny-rekord1>

borsen.dk: "Harley-Davidson vil spare millioner og skærer 700 stillinger fra". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/harley-davidson-vil-spare-millioener-og-skaerer-700-stillinger-fra1>

borsen.dk: "Efter stort kundeboost er Nemlig.com to år foran sin tidsplan: Nu skal kunderne blive i butikken". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/nemligcom-skal-holde-fast-i-nye-kunder-efter-vildt-boost?fbclid=IwAR3Ap7xJ7v3nr9J7RxLW_WiiRDmxVE_Q4z8Xx8Z0TU7N2YxnrLyo69JPNhc

borsen.dk: "Pfizer og Biontech tager covid-19-vaccine til næste fase". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pfizer-og-biontech-tager-covid-19-vaccine-til-naeste-fase?fbclid=IwAR0p57mWi9ipVc9plUWi5TGONhHdh9XpoguEtZT_Osr671GWGcEVkcCYhgs

borsen.dk: "Telenor lukker butikker og opsiger 59 medarbejdere". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/telenor-lukker-butikker-og-opsiger-59-medarbejdere>

borsen.dk: "Tre ansatte på Danish Crown-slagteri smittet med coronavirus: Hel afdeling er lukket". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/tre-ansatte-paa-danish-crown-slagteri-smittet-med-coronavirus-hel-afdeling-er-lukket?fbclid=IwAR3Kd8csCz1502zRp76-w1JxsUioj0WjuFbYDW6XnDfAuftcze_K9cey-HTI

borsen.dk: "Danske Bank sætter op mod 1 mia af til fyringer i år". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://borsenpro.dk/finans/nyheder/danske-bank-saetter-op-mod-en-mia-kr-af-til-fyringer-i-ar>

FINANS: "Jagten på en coronavaccine: Flere end 60 aktører verden over leder efter løsningen". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://finans.dk/erhverv/ECE11994881/jagten-paa-en-coronavaccine-flere-end-60-aktoerer-verden-over-leder-efter-loesningen/?ctxref=ext>

FINANS: "Kapitalforvalter forventer urolige aktiemarkeder i 2020". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://finans.dk/investor/ECE11841190/kapitalforvalter-forventer-urolige-aktiemarkeder-i-2020/?ctxref=ext>

FINANS: "Er dette en ny finanskriser? Her er forskelle og ligheder fra de hektiske dage i 2008". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://finans.dk/okonomi/ECE12007712/er-dette-en-ny-finanskriser-her-er-forskelle-og-ligheder-fra-de-hektiske-dage-i-2008/?ctxref=ext>

FINANS: "Bilgigant taber 90 mio. kr. – i timen". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://finans.dk/okonomi/ECE12043683/bilgigant-taber-90-mio-kr-i-timen/?ctxref=ext&fbclid=IwAR2xgwZL8Fu70Belm1VO17Ytqm1G1-Lc3fxW-27vHk2I0zzujMcSaqGd7h4>

Finansministeriet: "Økonomisk redegørelse, Maj 2020". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://fm.dk/media/18039/oekonomisk_redegoerelse_maj_2020_a.pdf

Harvard Data Science Review: "Estimating Probabilities of Success of Vaccine and Other Anti-Infective Therapeutic Development Programs". Harvard Data Science Review". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://hdsr.mitpress.mit.edu/pub/np0pr4j/release/1>

Lægemiddelstyrelsen: "Faser i kliniske forsøg". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://laegemiddelstyrelsen.dk/da/godkendelse/kliniske-forsog/kliniske-forsog-med-medicin/faser-i-kliniske-forsog/?fbclid=IwAR1sBNyuUvmP22ISmvBadkYXwH0SrbgzvxyE_siVcNdkVXX8ZzayQsLek6o

MedWatch: "Aftale skal sikre coronavaccine til op mod 400 millioner borgere i EU". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12219554.ece

MedWatch: "USA bestiller 100 millioner doser af mulig coronavaccine". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12299863.ece

MedWatch: "Pfizer: Prisen for coronavaccine bliver den samme i I-lande som i USA". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12309865.ece

MedWatch: "Vaccineproducent vil kræve op til 60 dollar for corona-vaccineforløb". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12310339.ece

MedWatch: "Vaccineproducent vil kræve op til 60 dollar for corona-vaccineforløb". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12310339.ece?fbclid=IwAR0FrXzkii_x_eyvUcn2EZ10e07hnRAAPemvxYAHjwMs9IR6FIbR08dLc8k

MedWatch: "Astrazeneca indgår aftale med kinesisk producent om vaccineproduktion". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12327436.ece

MedWatch: "WHO, USA og Tyskland ser med skepsis på russisk vaccine". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://medwatch.dk/Medicinal_Biotek/article12335487.ece

nyheder.tv2.dk: "USA lover gratis covid-19-vaccine til alle amerikanere - TV 2". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://nyheder.tv2.dk/2020-08-14-usa-lover-gratis-covid-19-vaccine-til-alle-amerikanere?fbclid=IwAR0HW2veoFI4pAACF5ErXJ8HHDyOJfp2IYTTHnykdx0ihpKu7BBmkwg9_c

nyheder.tv2.dk: "Jens Lundgren: Mindst to år til vaccine - TV 2". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://nyheder.tv2.dk/samfund/2020-09-01-jens-lundgren-mindst-to-ar-til-vaccine>

United Nations: "World Population". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://population.un.org/wpp/DataQuery/>

Skattestyrelsen: "Selskabsspecifikt risikotillæg". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813223>

Økonomisk Ugebrev: "Bank: Dansk industri ikke så hårdt ramt som ventet | Økonomisk Ugebrev". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://ugebrev.dk/flashnews/finans-flashnews/bank-dansk-industri-ikke-saa-haardt-ramt-som-ventet/>

BBC News: "Coronavirus: Putin says vaccine has been approved for use - BBC News". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://www.bbc.com/news/world-europe-53735718>

BDO: "Covid-19: Virksomhedens faste omkostninger". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://www.bdo.dk/da-dk/kampagner/covid-19/hjaelpepakker/kompensation-for-faste-omkostninger>

Berlingske.dk: "Coronavirus får danske virksomheder til at lukke fabrikker og butikker på stribe". Senest besøgt d. 01-09-2020:
https://www.berlingske.dk/oekonomi/coronavirus-faar-danske-virksomheder-til-at-lukke-fabrikker-og-butikker?fbclid=IwAR3AqBC6CFfQPcMzuuEu3xi2Jw30MgbVFfQdrXP8XZu-qc_HeFfxWsXQLz0

Bloomberg: "Mapping the Coronavirus". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://www.bloomberg.com/graphics/2020-coronavirus-cases-world-map/>

Dansk Erhverv: "Outbreak Across the World". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://www.danskerhverv.dk/presse-og-nyheder/nyheder/her-er-detailhandlens-vindere-og-tabere-af-coronakrisen/>

Dansk Erhverv: "Stor vækst i e-handlen med fødevarer under coronakrisen". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://www.danskerhverv.dk/presse-og-nyheder/nyheder/stor-vakst-i-e-handlen-med-fodevarer-under-coronakrisen/>

DR: "Vildt corona-comeback: Danske aktier er blevet 50 procent mere værd på fire måneder". Senest besøgt d. 01-09-2020:
<https://www.dr.dk/nyheder/penge/vildt-corona-comeback-danske-aktier-er-blevet-50-procent-mere-vaerd-paa-fire-maaneder>

Danmarks Statistik: "Industrien ikke markant påvirket af COVID-19." Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=29887&fbclid=IwAR19wSpcVQ5c_vNt8Au6y_PxfMZ49IGP-bAW9831B7v3cFybqANd22fQYo34

Danmarks Statistik: "Historisk stort fald i BNP". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=30084>

FiercePharma: "COVID-19 vaccine players will split \$100B in sales and \$40B in profits, with Moderna leading the way: analyst". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.fiercepharma.com/pharma/lead-covid-19-vaccine-players-will-split-100b-sales-and-40b-profits-analyst>

"Financial Express: "How will Coronavirus end? Will we get COVID-19 vaccine? Former top WHO expert shares scary details". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.financialexpress.com/lifestyle/health/how-will-coronavirus-end-in-india-will-we-get-covid-19-vaccine-former-top-who-expert-shares-scary-details/2028802/>

Finanstilsynet: "Risikobillede præget af COVID-19". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2020/Risikobillede01072020>

FSR: "Corona-konkurser: Færre konkurser i juni". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.fsr.dk/corona-konkurser-faerre-konkurser-i-juni?fbclid=IwAR3Fg8bsScp860Rzbh0hTlxAF2s-Jmr5ECNQCSv5WrBZxoKlvCqCZjfQJI>

FSR: "Coronavirus kan påvirke årsrapportens indhold". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.fsr.dk/coronavirus-kan-paavirke-aarsrapportens-indhold-1>

International Tax Review: "China announces tax relief measures to tackle coronavirus disruption | International Tax Review". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.internationaltaxreview.com/article/b1kijn20mxcfyj/china-announces-tax-relief-measures-to-tackle-coronavirus-disruption>

Jyske Bank: "Balancing mellem coronavirus og økonomisk comeback". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/jfo/faa6ae03-9601-465b-a70e-9129b97b87fb/Rente-prognose+august+2020.pdf?MOD=AJPERES&CA-CHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P20418S0N05640Q0MBPDT1PE7-faa6ae03-9601-465b-a70e-9129b97b87fb-neZRGJ6

LEGO: "The LEGO Group delivers double-digit growth in 1H 2020". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.lego.com/en-dk/aboutus/news/2020/september/interim-results/>

MarketWatch: "J.P. Morgan downgrades Moderna over valuation concerns". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.marketwatch.com/story/jp-morgan-downgrades-moderna-over-valuation-concerns-2020-07-20>

Nationalbanken: "Risikopræmien på aktier øget, mens renter er faldet". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Sider/2020/02/Risikopraemien-paa-aktier-oeget-mens-renter-er-faldet.aspx>

Nationalbanken: "Dansk økonomi bevæger sig længere ind i højkonjunktoren". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2019/03/ANALYSE_Nr%207_%20Udsigter%20for%20dansk%20%C3%B8konomi%20-%20marts%202019.pdf

Nationalbanken: "Ændring til strategi for statens låntagning i 2020". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.nationalbanken.dk/da/statsgæld/publikationer/Sider/Aendring-til-strategi-for-statens-laantagning-i-2020.aspx?fbclid=IwAR30PQsZlbbfDJ-6u3KOF6lN2uwIJB7v4hhfhjlA258uxCBeOxIsC1slo>

OECD: "OECD Economic Outlook, June 2020". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.oecd.org/economic-outlook/june-2020/>

PwC: "Udskydelse af selvangivelsesfristen (oplysningsfristen) for indkomståret 2019 til den 1. september 2020". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://www.pwc.dk/da/artikler/2020/03/udskydelse-af-selvangivelsesfristen--oplysningsfristen--for-indk.html?fbclid=IwAR1dkjgrZ-S_yfGiNrZ6nSGtMeyE8u1ZEai8DDPcBXNALFNlxZj9wrV9xXk

PwC: "Sådan påvirker COVID-19 værdiansættelsen af virksomheder". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.pwc.dk/da/artikler/2020/04/sadan-pavirker-covid-19-vaerdiansaettelsen-af-virksomheder.html>

RAPS: "COVID-19 vaccine tracker". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.raps.org/news-and-articles/news-articles/2020/3/covid-19-vaccine-tracker>

Science | AAAS: "Russia's approval of a COVID-19 vaccine is less than meets the press release". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.sciencemag.org/news/2020/08/russia-s-approval-covid-19-vaccine-less-meets-press-release>

Skattestyrelsen: "Styresignal - COVID-19 - præcisering af praksis vedr. fast driftssted, ledelsens sæde, fysiske personers skattemæssige hjemsted og beskatning af lønindkomst for fysiske personer, der arbejder i flere lande". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.skat.dk/skat.aspx?oid=2296858&lang=da>

Sundhedsstyrelsen: "COVID-19". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.sst.dk/da/corona/FAQ#corona-faq-corona>

Sundhedsstyrelsen: "Tal og overvågning: COVID-19". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.sst.dk/da/corona/tal-og-overvaagning>

Danmarks Statistik: "Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>

Telenor: "Antal fysiske Telenor butikker". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.telenor.dk/om-telenor/jobs/butik/>

World Health Organization: "Archived: WHO Timeline - COVID-19". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.who.int/news-room/detail/27-04-2020-who-timeline---covid-19>

World Health Organization: "Draft landscape of COVID-19 candidate vaccines". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.who.int/publications/m/item/draft-landscape-of-covid-19-candidate-vaccines>

World Health Organization: "Draft landscape of COVID-19 candidate vaccines". Senest besøgt d. 01-09-2020:

https://www.who.int/publications/m/item/draft-landscape-of-covid-19-candidate-vaccines?fbclid=IwAR3djT_7hYs4fCU3sFUEdZSmopRCt3XH1MNIkYMRg6ihgayqYEhggi1mNs

Worldometer: "Current World Population". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.worldometers.info/world-population/>

Worldometer: "Current World Population". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.worldometers.info/world-population/us-population/>

WSJ: "Pfizer Foresees Lasting Demand for Covid-19 Vaccine". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.wsj.com/articles/pfizer-sales-fall-as-company-races-toward-covid-19-vaccine-11595936314>

"Colliers International: "Hotelbranchen efter corona". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www2.colliers.com/da-DK/News/2020-06-16-hotelbranchen-efter-corona-PULS>

Danmarks Statistik: "Konkurser". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/erhvervslivet-paa-tvaers/virksomhedernes-udvikling/konkurser?fbclid=IwAR2WtAalc3HXy31OA7YUfmSNv8w5f-4ISxpcRsJd4R-m3bSmehCYH1Y4p7k>

Skattestyrelsen: "Identifikation af subjekt og afgrænsning af værdiansættelsespræmisser". Senest besøgt d. 01-09-2020:

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813258&chk=216301&fbclid=IwAR0YOcpti4Zx4CkXUMVhMJ3pxfSsrn-hCI5UJYk38IAecyR-oyT6Afch4zlo>

11. Bilag

Bilag 1: The Enterprise Value Approach

$$Enterprise\ Value_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$$

$FCFF_t$: er den fremtidige pengestrøm efter skat, der går til ejerne og gældsejerne

$WACC$: er de gennemsnitlige kapitalomkostninger (afkastkrav)

t : er et udtryk for tid

Bilag 2: Formel for afkastkravet for den rentebærende gæld samt egenkapitalafkast

$$r_d = (r_f + r_s) \cdot (1 - t)$$

$$r_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

r_f : er den risikofrie rente

r_m : er markedsrisikopræmien

β : er beta

r_s : er det selskabsspecifikke risikotillæg

t : er selskabsskattesatsen

Bilag 3: Oversigt over tabeller og figurer i afhandlingen

- Figur 1 - Anvendte datakilder – (egen tilvirkning)
- Figur 2 – OECD's 6 trinsanalyse ud fra TPG ART 1.60 – (egen tilvirkning)
- Figur 3 – Oversigt over antal konkurser i 2019 / 2020 – (egen tilvirkning på baggrund af data fra Danmarks Statistik)
- Figur 4 – Oversigt over faktorer der påvirker markedsdefinitioner ud fra TPG ART 1.110 – (egen tilvirkning)
- Figur 5 – OECD definerede kriterier for immaterielle aktiver ud fra TPG ART 6.6 – (egen tilvirkning)
- Figur 6 – OECD's 6 trins analyse med fokus på immaterielle aktiver ud fra TPG ART 6.34 – (egen tilvirkning)
- Figur 7 – Risici vedrørende overdragelse af immaterielle aktiver ud fra TPG 6.65– (egen tilvirkning)
- Figur 8 – Principal indtjening ift. forventet afkast og kontrol indtjening ved COVID-19 i en centraliseret struktur – (egen tilvirkning)
- Figur 9 – Faktorer i DCF-modellen, som COVID-19 kan påvirke – (egen tilvirkning)
- Figur 10 – OECD's beskrivelser af typiske omstruktureringer ud fra TPG ART. 9.2 – (egen tilvirkning)
- Figur 11 – OECD's beskrivelser af relevante aspekter ved bestemmelse af armslængdebetingelser ud fra TPG ART. 9.14 – (egen tilvirkning)
- Figur 12 – Sammenlignelighedsfaktorer moderselskaber skal fokusere på – (egen tilvirkning)
- Figur 13 – Sammenligning af opnåelse af Milestones før og efter COVID-19 – (egen tilvirkning)
- Figur 14 – Gennemgang af punkter i en værdiansættelse ud fra Skattestyrelsen – (egen tilvirkning)
- Figur 15 – Udvikling i en 10-årig statsobligation fra jan-dec 2008 samt jan-aug 2020 - (egen tilvirkning på baggrund af data fra Danmarks Statistik)
- Figur 16 – Udvikling i indeksprisen på OMX CAP 25 – (egen tilvirkning på baggrund af data fra Nasdaq)
- Figur 17 – Markedsrisikopræmien i januar, april og juli for danske investorer – (egen tilvirkning på baggrund af data fra New York University Aswath Damodaran)

- Figur 18 – Beta-værdier i januar, april og juli 2020 for den danske medicinalindustri – (egen tilvirkning på baggrund af data fra Nasdaq)
- Figur 19 – Danish Pharmaceuticals COVID-19-vaccine med navnet Adversus-COVID – (egen tilvirkning)
- Figur 20 – Danish Pharmaceuticals koncerntre – (egen tilvirkning)
- Figur 21 – De tre førende medicinalsselskabers forventede pris på deres COVID-19-vacciner – (egen tilvirkning)
- Figur 22 - Danish Pharmaceuticals koncernens værdikæde – (egen tilvirkning)
- Figur 23 – Hvordan COVID-19-vaccinen Adversus-COVID påvirker en smittet persons krop – (egen tilvirkning)
- Figur 24 – Danish Pharmaceuticals koncernen efter omstruktureringen – (egen tilvirkning)
- Figur 25 – Danish Pharmaceuticals koncernens passiver (egenkapital og gæld) i 2019/2020 og 2020/2021 – (egen tilvirkning)
- Figur 26 – SWOT analyse – (egen tilvirkning)
- Figur 27 – Budget og forecasts for Danish Pharmaceuticals ift. Production og salg af COVID-19-vaccinen – (egen tilvirkning)
- Figur 28 – Danish Pharmaceuticals omsætning per dosis Adversus-COVID-vaccine – (egen tilvirkning)
- Figur 29 – Danish Pharmaceuticals forventede omkostninger per dosis Adversus-COVID-vaccine – (egen tilvirkning)
- Figur 30 - DCF-beregningen der viser den totale markedsværdi af Adversus-COVID-vaccinen – (egen tilvirkning)
- Figur 31 - DCF-beregningens forudsætninger – (egen tilvirkning)
- Figur 32 – Følsomhedsanalyse hvor skattesatsen ændres – (egen tilvirkning)
- Figur 33 – Følsomhedsanalyse hvor selskabsspecifikt risikotillæg ændres – (egen tilvirkning)
- Figur 34 – Følsomhedsanalyse hvor WACC ændres – (egen tilvirkning)
- Figur 35 – Danish Pharmaceuticals koncernen FAR-profil før og efter omstruktureringen – (egen tilvirkning)
- Figur 36 - Det danske moderselskabs kompensation for afgivet indtjeningsgrundlag – (egen tilvirkning)

- Figur 37 - Milestones kriterier for betaling af COVID-19-vaccinen Adversus-COVID – (egen tilvirkning)
- Figur 38 - Milestones betalingerne påvirkes, afhængigt af parametrene værdier i DCF-modellen – (egen tilvirkning)
- Figur 39 - Danish Pharmaceuticals koncernens værdikæde efter omstruktureringen – (egen tilvirkning)

Bilag 4: Udviklingen i den 10-årig statsobligation i 2020:

Måneder	2020
Januar	-0,40%
Februar	-0,60%
Marts	-0,30%
April	-0,30%
Maj	-0,27%
Juni	-0,35%
Juli	-0,41%
August	-0,49%

Bilag 5: Udviklingen i den 10-årig statsobligation i 2008:

Måneder	2008
Januar	3,94%
Februar	3,88%
Marts	4,05%
April	4,32%
Maj	4,64%
Juni	4,79%
Juli	4,73%
August	4,40%
September	4,28%
Oktober	4,56%
November	3,72%
December	3,25%

Bilag 6: Udviklingen i markedsrisikopræmien for månederne januar, april og juni i 2020:

Måned	Markedsrisikopræmien
Januar	5,20%
April	6,01%
Juli	5,23%

Bilag 7: Beta-værdier for den danske medicinalindustri pr. 1. september 2020

Beta	Ticker	Gennemsnit
1,43	BAVA.CO	0,9275
1,67	BIOPOR.CO	
1	ZEAL.CO	
0,5	GMAB.CO	
0,9	EXPRS2.ST	
1,12	ORPHA.CO	
0,39	NOVO-B.CO	
0,41	LUN.CO	

Bilag 8: Ændring i selskabsskatteprocent i følsomhedsanalysen

SKAT

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.808.130.462,65	3.777.880.703,97	4.654.461.853,45

Samlet NPV	14.240.473.020,07
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	423.592.933.707,13
Diskontering	0,91
NPV	385.527.013.965,31

Nutidsværdi budgetperioden	14.240.473.020,07
Nutidsværdi terminalperioden	385.527.013.965,31
Enterprise Value	399.767.486.985,38

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.808.064.528,04	3.777.752.044,52	4.654.197.669,31

Samlet NPV	14.240.014.241,87
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	422.759.559.159,60
Diskontering	0,91
NPV	384.742.323.215,24

Nutidsværdi budgetperioden	14.240.014.241,87
Nutidsværdi terminalperioden	384.742.323.215,24
Enterprise Value	398.982.337.457,11

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.807.998.595,67	3.777.623.392,37	4.653.933.506,17

Samlet NPV	14.239.555.494,21
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	421.929.457.326,91
Diskontering	0,91
NPV	383.960.716.370,87

Nutidsværdi budgetperioden	14.239.555.494,21
Nutidsværdi terminalperioden	383.960.716.370,87
Enterprise Value	398.200.271.865,07

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.807.932.665,54	3.777.494.747,53	4.653.669.364,01

Samlet NPV	14.239.096.777,08
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	421.102.608.968,58
Diskontering	0,91
NPV	383.182.175.301,48

Nutidsværdi budgetperioden	14.239.096.777,08
Nutidsværdi terminalperioden	383.182.175.301,48
Enterprise Value	397.421.272.078,56

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.807.866.737,66	3.777.366.109,99	4.653.405.242,84

Samlet NPV	14.238.638.090,49
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	420.278.994.994,69
Diskontering	0,91
NPV	382.406.682.018,22

Nutidsværdi budgetperioden	14.238.638.090,49
Nutidsværdi terminalperioden	382.406.682.018,22
Enterprise Value	396.645.320.108,71

Bilag 9: Ændring i selskabsspecifikt risikotillæg i følsomhedsanalysen

Selskabsspecifik

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.807.998.595,67	3.777.623.392,37	4.653.933.506,17

Samlet NPV	14.239.555.494,21
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	421.929.457.326,91
Diskontering	0,91
NPV	383.960.716.370,87

Nutidsværdi budgetperioden	14.239.555.494,21
Nutidsværdi terminalperioden	383.960.716.370,87
Enterprise Value	398.200.271.865,07

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.801.424.689,34	3.764.810.556,47	4.627.654.795,33

Samlet NPV	14.193.890.041,14
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	352.750.285.360,23
Diskontering	0,90
NPV	318.832.993.745,42

Nutidsværdi budgetperioden	14.193.890.041,14
Nutidsværdi terminalperioden	318.832.993.745,42
Enterprise Value	333.026.883.786,56

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,91
NPV	5.794.873.055,05	3.752.069.987,50	4.601.583.354,23

Samlet NPV	14.148.526.396,78
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	303.060.723.424,96
Diskontering	0,90
NPV	272.070.306.030,24

Nutidsværdi budgetperioden	14.148.526.396,78
Nutidsværdi terminalperioden	272.070.306.030,24
Enterprise Value	286.218.832.427,02

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,94	0,91
NPV	5.788.343.567,32	3.739.401.116,10	4.575.717.085,69

Samlet NPV	14.103.461.769,11
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	265.641.579.451,09
Diskontering	0,89
NPV	236.869.851.946,83

Nutidsværdi budgetperioden	14.103.461.769,11
Nutidsværdi terminalperioden	236.869.851.946,83
Enterprise Value	250.973.313.715,94

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,94	0,90
NPV	5.781.836.101,65	3.726.803.378,68	4.550.053.918,42

Samlet NPV	14.058.693.398,75
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	236.447.252.682,62
Diskontering	0,89
NPV	209.419.376.134,31

Nutidsværdi budgetperioden	14.058.693.398,75
Nutidsværdi terminalperioden	209.419.376.134,31
Enterprise Value	223.478.069.533,06

Bilag 10: Ændring af WACC i følsomhedsanalysen

WACC

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,99	0,96	0,93
NPV	5.817.005.570,25	3.795.225.540,56	4.690.131.925,73

Samlet NPV	14.302.363.036,54
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	576.106.163.296,89
Diskontering	0,92
NPV	529.160.392.097,91

Nutidsværdi budgetperioden	14.302.363.036,54
Nutidsværdi terminalperioden	529.160.392.097,91
Enterprise Value	543.462.755.134,45

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,99	0,96	0,93
NPV	5.812.496.849,05	3.786.407.418,95	4.671.983.635,04

Samlet NPV	14.270.887.903,04
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	487.109.188.929,78
Diskontering	0,91
NPV	445.338.903.236,47

Nutidsværdi budgetperioden	14.270.887.903,04
Nutidsværdi terminalperioden	445.338.903.236,47
Enterprise Value	459.609.791.139,51

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.807.998.595,67	3.777.623.392,37	4.653.933.506,17

Samlet NPV	14.239.555.494,21
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	421.929.457.326,91
Diskontering	0,91
NPV	383.960.716.370,87

Nutidsværdi budgetperioden	14.239.555.494,21
Nutidsværdi terminalperioden	383.960.716.370,87
Enterprise Value	398.200.271.865,07

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.803.510.769,65	3.768.873.276,55	4.635.980.857,53

Samlet NPV	14.208.364.903,74
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	372.134.417.518,05
Diskontering	0,91
NPV	337.079.651.895,36

Nutidsværdi budgetperioden	14.208.364.903,74
Nutidsværdi terminalperioden	337.079.651.895,36
Enterprise Value	351.288.016.799,10

Budgetperiode			
År	1	2	3
FCF	5.900.000.000,00	3.960.000.000,00	5.034.400.000,00
Diskontering	0,98	0,95	0,92
NPV	5.799.033.330,78	3.760.156.888,50	4.618.125.013,32

Samlet NPV	14.177.315.232,59
------------	-------------------

Terminal Perioden	
FCF	5.034.400.000,00
Vækstrate	2%
Værdiberegning	332.852.064.689,08
Diskontering	0,90
NPV	300.104.712.357,28

Nutidsværdi budgetperioden	14.177.315.232,59
Nutidsværdi terminalperioden	300.104.712.357,28
Enterprise Value	314.282.027.589,87